SERVICE TEMPS PRODUCTIVITÉ :

Enjeux et obstacles à l'automatisation de la chaîne titre en France

Par Frédéric Tixier

Frédéric Tixier est consultant indépendant depuis septembre 2002.

Journaliste financier pendant douze ans, il a travaillé pour divers magazines et quotidiens professionnels (Option Finance, MTF Haute Finance, l'Agefi, Les Echos) et patrimoniaux (La Vie Financière). Il y a animé ou dirigé des rubriques consacrées aux opérations de haut de bilan (fusions-acquisitions, capital-investissement, LBO, ...), à la finance de marché et à ses acteurs (organismes et associations de place, intermédiaires, établissements financiers, spécialistes juridique et fiscal, ...), ainsi qu'à la gestion collective et aux sociétés de gestion.

En juillet 2000, il rejoint le projet Zebank pour développer et gérer le contenu rédactionnel, pédagogique et commercial du site web et des différents outils de communication de la banque en ligne, rachetée par la banque Egg en 2001. Parallèlement, il participe à la création et à la gestion du magazine NewsBourse, premier hebdomadaire boursier à paraître le dimanche matin.

Diplômé de l'IEP Paris, titulaire d'une maîtrise d'économie et d'une licence de droit, Frédéric Tixier est marié et père de deux enfants.

EDITORIAL

- **Un ordre transfrontalier coûte de 20% à 35% plus cher qu'une transaction sur actions domestiques (1).**
- **Entre 20% et 25% des ordres transfrontaliers n'aboutissent pas (2).**
- **Une erreur de traitement constatée sur un échange transnational génèrerait des coûts dix fois supérieurs à ceux d'une opération domestique (3).**
- **Le nombre d'opérations internationales double tous les trois ans (4)...**

Ces quatre postulats résument parfaitement le problème auquel se trouvent désormais confrontées les institutions financières mondiales. L'explosion des transactions transnationales sur valeurs mobilières, estimées aujourd'hui à près de 150 millions par jour, ne s'est pas accompagnée d'une rationalisation et d'une harmonisation des procédures de traitement et d'échange d'informations. Résultat:les erreurs d'exécution et de règlement livraison se multiplient, les délais s'allongent, les coûts explosent. Selon SWIFT, le manque d'automatisation des chaînes de traitement coûterait 12 milliards de dollars à l'industrie du titre chaque année. Un manque à gagner d'autant plus problématique lorsque la pression concurrentielle oblige à davantage de rentabilité et de transparence, et que les contraintes opérationnelles –Bâle II oblige- se durcissent pour les agents financiers...

Il y a plus de 10 ans maintenant que les premières tentatives d'harmonisation des opérations transfrontalières ont vu le jour. Pas de surprise, ce sont les acteurs anglo-saxons, et plus particulièrement américains, qui se sont le plus impliqués dans ces initiatives qui, faute de déboucher sur des solutions globales, ont néanmoins donné naissance à un concept toujours d'actualité : le Straight Though Processing (STP). Ce principe d'un « traitement sans rupture de charge », censé rendre superfétatoire toute intervention humaine d'un bout à l'autre de la chaîne titre (de l'exécution d'un ordre à son dénouement) reste diversement perçu et appliqué d'un pays à l'autre, d'une association professionnelle à l'autre, d'un opérateur à l'autre.

Pour comprendre les enjeux de cet acronyme pour les acteurs de la chaîne-titre en France, il convient de rappeler que si ce problème (erreurs de traitements, retards dans les délais d'exécution,...) n'est pas spécifique aux transactions internationales, il y prend toutefois une acuité toute particulière. Une plus grande complexité dans le circuit de traitement, des barrières technologiques, juridiques, linguistiques –y compris et notamment dans le langage « code valeur »-, expliquent pourquoi la gestion des ordres transfrontaliers génère davantage d'erreurs, est plus difficilement automatisable, donc plus coûteuse.

Les institutions françaises n'ont été que tardivement confrontées à ce problème. S'étant dotés d'une architecture de place particulièrement efficace -certains diront trop efficace-, contraints par un cadre réglementaire volontiers protectionniste, les acteurs hexagonaux, grands et petits, se sont longtemps complus, peut être plus que d'autres, dans l'enceinte du territoire national. La mise en œuvre de l'euro a changé la donne...

D'un bout à l'autre de la chaîne, tous les opérateurs réagissent désormais aux stimuli de la concurrence internationale. Les *back-offices*, l'arrière-garde oubliée de ces dix dernières années, tentent de rattraper le retard technologique accumulé sur les « brigades légères » des *front offices*. L'impératif :

STP, pour *Straight Through Processing* : littéralement, traitement sans rupture de charge. Une définition « officielle » du STP en a été donnée par la SIA (Securities Industry Association) : «traitement d'un ordre dont les spécifications sont conformes à des exigences internes et externes ; procédure assurée par des systèmes couvrant la phase post-exécutoire jusqu'au règlement-livraison, sans intervention manuelle ».

automatiser, adapter procédures, protocoles, systèmes au grand vent de l'interconnectivité. L'esprit «STP», s'il n'irrigue pas encore l'ensemble des intervenants, est en marche, comme le confirme la plupart des professionnels français interrogés.

Une chose est claire: le contexte national n'est plus la priorité. C'est au niveau mondial bien sûr, mais d'abord du côté de l'Europe du titre que se joue l'avenir des acteurs français

Une chose est claire : le contexte national n'est plus la priorité. C'est au niveau mondial bien sûr, mais d'abord du côté de l'Europe du titre que se joue l'avenir des acteurs français. Face à la concentration des intervenants, l'harmonisation des procédures post-marché, des réformes réglementaires ou des « réponses » concurrentielles, les professionnels français de la chaîne titre doivent améliorer leur efficacité opérationnelle, automatiser leurs procédures, réduire leurs coûts.

Une démarche très « STP ».

(1) Analyse comparative du coût des opérations titres en Europe et aux USA – AFTI/Eurogroup – Novembre 2002 –

(2) Omgeo Benchmarks for OASYS GlobalTM

(3) SWIFT

(4) FIBV (Fédération Internationale des Bourses de Valeurs)

STP, ORIGINE GESTIONNAIRE

Comme souvent en matière financière, l'histoire du STP trouve ses origines dans le monde anglo-saxon. Rien d'anormal d'ailleurs, puisque les Etats-Unis et ses orbites géo-financiers pèsent plus de la moitié des échanges mondiaux sur les marchés financiers. Et que l'idée du STP est née précisément en réponse à l'explosion du volume des transactions financières transfrontalières.

C'est donc fort logiquement que les premières réflexions sur le sujet se sont déroulées à Londres, à l'instigation d'un géant américain de la gestion financière. Ce dernier, comme la plupart de ses confrères, se trouvait confronté à un problème de communication avec ses correspondants « brokers » répartis sur les places financières mondiales: de plus en plus d'opérations internationales sur titres n'aboutissaient pas. La cause de l'échec de ces dénouements : des méthodes de confirmation des transactions imprécises.

DU FAX À BABEL

Nous sommes en 1991. Partout dans le monde, et notamment aux Etats-Unis, la financiarisation galopante des économies donnent des ailes aux marchés de valeurs mobilières, dont le poids économique ne cesse de croître. Les échanges internationaux, globalisation oblige, s'intensifient. On le sait aujourd'hui, le nombre des transactions mondiales sur valeurs mobilières va doubler tous les trois ans sur la décennie qui s'amorce alors. Autant dire que les outils de traitement et de confirmation des ordres, peu automatisés, ne suffisent plus à la tâche. Et s'avéreront de plus en plus inadaptés à la gestion des flux transnationaux. Comment remplacer courrier, télex et autres fax, en vigueur à l'époque ? Un premier groupe de travail, l'Industry User Group, constitué fin 1991 par des courtiers et des investisseurs internationaux, pense immédiatement à utiliser un système mis en place dès 1973 à l'initiative de **la Depositary Trust Company** (DTC) sur les échanges nationaux entre brokers et banques dépositaires: **l'ETC** (Electronic Trade Confirmation), la confirmation électronique des transactions. Ce groupe mandate donc quatre éditeurs de logiciels pour transposer aux transactions internationales le principe de l'ETC. Une bonne idée, reconnaît-on aujourd'hui, mais qui se révéla rapidement insuffisamment œcuménique pour se concrétiser : en dépit du choix d'éditeurs en majorité américain, l'initiative fut jugée trop eurocentriste. Elle n'associait pas non plus assez étroitement les banques dépositaires à leurs réflexions. Enfin, et surtout, en omettant d'imaginer une réforme du mode d'organisation des établissements financiers, elle passait à coté d'un des problèmes fondamentaux des échanges transnationaux, toujours d'actualité : la normalisation des protocoles…

Rien de neuf sous le soleil : en l'absence d'un Big Brother omnipotent, la nature humaine laisse libre cours à sa bio-diversité. Pourquoi imaginer que, sous prétexte d'une rationalité unanimement partagée, les établissements nord-américains aient mis en place exactement les mêmes procédures et standards de communication que leurs confrères européens ou asiatiques ? Ou décidé, par un heureux hasard, d'identifier les valeurs cotées par un même système de dénomination ? Le problème des « codes valeurs », souvent cité, symbolise effectivement parfaitement la Tour de Babel de l'industrie financière. Une cacophonie

DTC, pour *Depositary Trust Company* : la DTC est filiale de la DTCC *(Depositary Trust and Clearing Corporation)*, le holding qui coiffe le dépositaire central (DTC) et la chambre de compensation *(National Securities Clearing)* **aux Etats-Unis**.

ETC, pour *Electronic Trade Confirmation* : procédure de Confirmation Electronique des Transactions adoptée par les courtiers américains en 1973 à l'initiative de la *Depositary Trust Company* (DTC).

dénoncée dès 1991 par le Groupe des Trente dans son rapport sur les « Systèmes de compensation et de règlement sur les marchés mondiaux de valeurs mobilières », lequel recommandait, entre autre, l'usage exclusif du code **ISIN.** Aujourd'hui, soit plus de vingt ans plus tard, les Bourses locales commencent seulement à se convertir à ce standard international…

MOINS DE PAPIER, PLUS DE NORMES

Dès lors, les initiatives mises en œuvre après l'échec relatif de l'Industry User Group vont toutes s'attacher à résoudre cette double problématique : « moins de papier, plus de normes ». En ordre dispersé, bien évidemment… L'ISITC (Industry Standardisation for Institutional Trade Communication), par exemple, fût constituée en 1992 à l'initiative des banques dépositaires nord-américaines. Son objectif : trouver un terrain d'entente avec les sociétés de gestion afin de normaliser les instructions de règlement livraison Le travail accompli depuis lors est loin d'être négligeable : il a notamment grandement facilité la tâche du réseau **SWIFT**, chargé par l'ISO (International Organisation for Standardisation) au cours de la même période de normaliser le contenu les messages financiers. **FIX** (Financial Information Exchange), une autre organisation, constituée cette fois à l'initiative des courtiers et des sociétés de gestion, se fixait à la même époque une mission identique dans le principe, mais radicalement différente dans son champs d'action. Il s'agissait alors d'automatiser et de standardiser le processus de confirmation des ordres dans les salles de marchés. Un peu plus tard, en 1998, c'est la GSTPA (Global Straight Through Processing Association) qui est constituée sur l'initiative de quatre-vingt dix institutions financières, et sous l'impulsion de FIX et de l'ISITC, entre autres. Avec un objectif plus transversal : la « gestion des flux transactionnels » entre « brokers », gestionnaires d'actifs, et banques dépositaires. Parallèlement à ces initiatives corporatistes, des entreprises privées tentent elles aussi de développer des réponses appropriées à ce nouveau problème mondial. Chaque grand éditeur de logiciels y va de sa solution. Avec plus ou moins de succès. Certains réussissent à s'imposer comme des références, telle Omgeo, une filiale de Thomson Financial et de la Depositary Trust & Clearing Corporation (DTCC), qui s'affirme aujourd'hui comme le leader mondial dans la confirmation électronique des transactions.

PASSER AU J+1?

Mais tous ces efforts manquent de cohésion. L'automatisation des chaînes de traitement avance d'un pas de sénateur. Quand les transactions internationales, sous l'effet de la bulle internet et du mirage de la nouvelle économie, explosent, les erreurs se multiplient. C'en est trop pour les autorités américaines, qui craignent un engorgement des systèmes. La crise de la fin des années 60, où les marchés financiers furent obligés de fermer un jour par semaine, pour permettre aux établissements de régler le problème des **suspens**, est encore présente dans les esprits. Surtout dans celui d'Alan Greenspan, le canonique mais irremplaçable patron de la Réserve Fédérale qui, fin 2000, décide de prendre le taureau par les cornes : «le processus de règlement-livraison et de compensation des actions américaines est un procédé encore trop répétitif, qui nécessite une importante intervention humaine. Il est à craindre que, sans une complète révision des processus, une forte augmentation des volumes de transactions n'entraîne de graves problèmes de capacité… », met-il en garde. La messe est dite. Le 23 février 2001, Arthur Levitt, le président de la SEC *(Securities and Exchange Commission)*, lui emboîte le pas. Il adresse une lettre, très officielle, à l'industrie financière, et l'exhorte à relever un nouveau défi : raccourcir les délais de règlement-livraison, en faisant passer la date de dénouement des opérations de J+3 à J+1. Arthur Levitt ne se contente pas de fixer l'objectif : réduire le volume des transactions en cours de dénouement, donc le risque d'échec des transactions ; réduire les délais de règlement livraison, donc accélérer les procédures de traitement. Il donne aussi le mode d'emploi : chaque étape du processus de règlement-livraison doit être automatisée, les interventions humaines limitées au strict minimum. Le calcul est simple : J+3 à J+1 égal 2,7 milliards de dollars d'économies annuelles –essentiellement grâce à la rationalisation des procédures de compensation et de règlement-livraison- pour l'industrie financière… C'est en tout cas l'estimation qu'en fait, en 2000, la SIA *(Securities Industry Association)*, qui estime par ailleurs –et c'est la mauvaise nouvelle-, qu'il faudra dépenser 8 milliards de dollars avant de goûter aux bienfaits du « tout automatique »…

EN ATTENDANT GODOT

L'ultimatum est fixé à juin 2005. Mais se trouve avoir été, depuis lors, *repoussé sine die*. Crise financière, attentat du 11 septembre, nouveau contexte politique, ont eu raison de la grande ambition des autorités américaines. Les opérateurs informatiques et consultants qui avaient misé sur la manne à venir du « STP » révisent à la baisse leurs comptes d'exploitation. GSTPA, concentrée sur l'objectif d'une commercialisation d'une solution logicielle de confirmation électronique des transactions, met la clef sous la porte fin 2002. Et les ordres transfrontaliers, dont la croissance asymptotique marque elle aussi une pause, dans le sillage des marchés financiers, génèrent toujours la bagatelle de 12 milliards de dollars de pertes annuelles pour les établissements financiers…

> l'impérative nécessité de réduire ses coûts, diminuer ses risques, et accroître son efficacité opérationnelle demeure un problème par essence mondial

Le « STP », en dépit de l'abandon du projet américain, reste donc cruellement d'actualité. Car, même si le sujet semble avoir été un temps accaparé par les acteurs anglo-saxons, l'impérative nécessité de réduire ses coûts, diminuer ses risques, et accroître son efficacité opérationnelle demeure un problème par essence mondial. Et que, on l'a dit, le « mal » creuse ses racines dans le développement des transactions transfrontalières.

ISIN, pour *International Securities Identification Numbers*: code d'identification international pour les valeurs mobilières, de neuf caractères alphanumériques, érigé au rang de standard mondial par le Groupe des Trente.

SWIFT, pour *Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication* : coopérative bancaire (plus de 2 000 banques), SWIFT est un réseau de messagerie financière international utilisé par plus de 7 000 établissements au niveau mondial. SWIFT a été désigné par l'ISO (International Organisation for Standardisation) pour gérer le développement de normes d'échanges, parmi lesquelles on compte l'ISO 15022.

FIX, pour *Financial Information Exchange* : association de courtiers et de sociétés de gestion créée en 1992 avec pour objectif de fixer des protocoles de messages entre ces deux catégories d'intervenants.

Les suspens sont les transactions non débouclées. Sources de pertes financières importantes pour l'industrie des titres (un suspens coûterait 220 selon SWIFT), un des enjeux du secteur consiste à réduire le nombre de suspens en augmentant la fiabilité des transactions.

CHAPITRE I

TRANSACTIONS SANS FRONTIÈRE

Revenons un instant sur les problèmes de la Tour de Babel financière. Et ceux, plus spécifiques, du traitement de la chaîne-titre. Contrairement à une idée largement répandue il y a de cela quelques années chez les « traders » –du temps où ces derniers n'avaient pas encore consacré une partie de leur temps libre à la lecture des ouvrages, peu nombreux au demeurant, détaillant le fonctionnement des services post-marché…-, une opération boursière ne se résume pas à sa phase « négociation ».

La littérature financière est assez précise et unanime sur le sujet : la chaîne de traitement du titre recouvre « l'ensemble des opérations qui assurent la bonne fin des transactions menées par les intervenants sur un marché financier » (1) . A l'étape négociation, il convient donc d'ajouter la phase « compensation » (réception et enregistrement des opérations, calcul des positions nettes, gestion des risques…) et la phase « règlement-livraison » (dénouement des engagements entre l'acheteur et le vendeur, passation comptable des écritures…), cette dernière conduisant à mouvementer les comptes des partenaires de l'échange dans leur « banque de titres » respective. Au final, et si l'on tient compte des décisions que l'investisseur aura dû prendre en amont de son acte d'achat (pré-trade), le processus d'échange de titres se décompose en quatre grandes étapes, elles-même sub-divisées en diverses sous-tâches, plus ou moins chronophages, plus ou moins automatisables, plus ou moins coûteuses…

Règlement-livraison : phase du cycle de traitement correspondant au dénouement d'une négociation boursière, par livraison des titres et règlement des espèces.

DE LA MATERNELLE AU DOMESTIQUE…

Une transaction boursière, sur un marché domestique, entre deux contreparties domestiques, s'échangeant des actions cotées sur ce marché national, est donc déjà une opération relativement complexe, non dans son principe, mais dans sa réalisation.

Le principe est du niveau école maternelle. Deux enfants s'échangeant des cartes Harry Potter dans la cour de récréation n'en ont sans doute pas conscience, mais ils se sont bien entendus sur un prix (identique en l'espèce), une quantité (une ou plusieurs cartes), des modalités de **règlement-livraison** (immédiates le plus souvent, ce qui évite les risques de défaillance de la contrepartie…), tout en bénéficiant d'un service dépositaire proposé en option par la généreuse société éditrice desdites figurines (l'album où chacun est censé ranger les cartes récupérées lors de l'échange)…

Cycle de traitement d'une transaction

Pré - Négociation	Décision d'achat ou de vente chez l'investisseur Négociation entre l'investisseur et le courtier
Négociation	Ordre Avis d'exécution
Post négociation / Pré règlement	Exécution de l'ordre Allocation de l'ordre Confirmation de l'ordre Affirmation de l'ordre Appareillement Enrichissement des instructions de règlement-livraison Notification aux tiers
Livraison	Compensation Livraison des titres Réconciliation Conservation

Une transaction boursière domestique suit des règles identiques. A la différence fondamentale près que les conditions juridiques de l'échange, loin de la jurisprudence approximative de la maternelle, sont strictement balisées par un corpus législatif et réglementaire extrêmement précis; et que, là où deux enfants assumaient l'intégralité des fonctions, ce sont pratiquement une dizaine de structures qui vont prendre part à l'opération…

Rappelons en l'essentiel. L'acheteur et le vendeur de titres ne sont pas en contact direct. Chacun transmet ses ordres (achat ou vente) à un intermédiaire habilité, le courtier. Ce sont les courtiers qui exécutent les ordres de leurs clients sur un marché boursier. Dans le cas le plus simple –excluons pour l'instant les plates-formes **MTF**- , ce marché est « organisé » et géré par une entreprise de marché (Euronext en France). Une fois l'ordre exécuté, intervient la phase compensation, sous l'égide d'une chambre de **compensation** (Clearnet en France), puis la phase de règlement-livraison, assurée par un système de place (Relit ou RGV2 en France), sous le contrôle **d'un dépositaire central** (Euroclear France, ex-Sicovam, en France). Ce dépositaire central est en relation avec les teneurs de comptes titres de l'acheteur et du vendeur dont les comptes, une fois la transaction enregistrée, seront respectivement crédités des titres achetés et débités des titres vendus. Précisons que la construction d'une architecture de place digne de ce nom (entreprise de marché, chambre de compensation, dépositaire central, et, pour être juste, banque centrale), par l'ensemble des opérateurs domestiques, sous l'égide de leurs autorités de tutelle respectives, du gouvernement et du parlement national, ne s'est pas faite en un jour…

Résumons. Deux contreparties, deux courtiers, deux banques teneurs de comptes titres, une entreprise de marché, une chambre de compensation, un dépositaire central, une banque centrale (essentielle au bon règlement des espèces) : le cheminement d'un ordre boursier domestique est effectivement plus sinueux que l'échange d'une carte Harry Potter… Il n'en reste pas moins, comparé à une transaction internationale, d'une simplicité enfantine.

DU NATIONAL À L'INTERNATIONAL

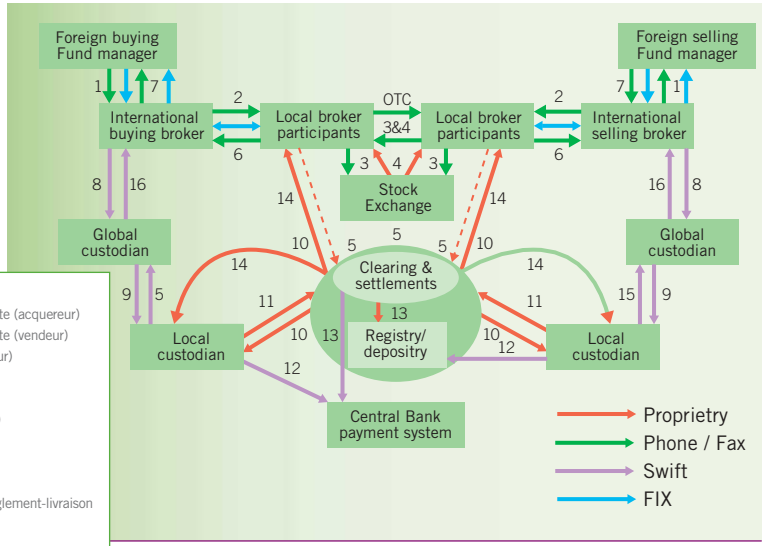
Prenons l'exemple d'une société de gestion française qui souhaite acquérir des actions allemandes. Son courtier habituel, français, n'est pas habilité à traiter à Francfort. Ce dernier va donc s'adresser à un courtier allemand, listé comme intermédiaire auprès de Deutsche Börse AG, l'entreprise de marché germanique, via laquelle s'effectuera la transaction. Les phases de règlement-livraison seront réalisées sur la plate-forme locale (CREATION), sous l'égide du dépositaire central, Clearstream (filiale à 100% de Deutsche Börse AG). Ce dernier sera en relation avec le dépositaire local *(local custodian)* représentant le dépositaire international *(global custodian)* de l'acheteur français. Ainsi que, bien entendu, avec le dépositaire local de la contrepartie vendeuse. Si cette dernière n'est pas allemande (il pourrait très bien s'agir d'une autre société de gestion française…), et c'est encore un intermédiaire coté brokerage et un intermédiaire coté conservation qui entrent dans le circuit de la transaction…

MTF, pour *Multilateral Trading Facilities* : plate-formes de négociation électronique, concurrentes des marchés réglementés. On parle aussi d'ECN *(Electronic Communication Network)*.

Compensation : opération permettant aux intermédiaires de ne s'échanger (en titres) ou de ne régler (en espèces) que le solde de leurs négociations boursières.

Dépositaire Central : organisme de place auquel sont confiées la garde et l'administration des titres.

Le cycle de traitement d'une transaction



Légende

1 Société de gestion non-résidente (acquereur)
2 Société de gestion non-résidente (vendeur)
3 Courtier non résident (acquereur)
4 Courtier local (acquéreur)
5 Courtier local (vendeur)
6 Courtier non résident (vendeur)
7 Bourse
8 Dépositaire International
9 Dépositaire International
10 Chambre de compensation/Règlement-livraison
11 Dépositaire local
12 Dépositaire Central
13 Dépositaire local
14 Banque Centrale

Source: Capco in "Reference Data: the key to Quality STP and T+1 - Tower Group"

Dénouement : échange des titres contre les fonds négociés lors de la transaction. Le dénouement est l'aboutissement d'une négociation boursière.

Les éternels optimistes, béotiens dans la pratique des opérations « *cross-border* », pourraient faire remarquer que la différence entre une transaction domestique et une transaction internationale se solde, au final, par l'intervention de quatre intermédiaires supplémentaires (sans compter, bien sûr, la banque centrale locale…). Passer de neuf à treize, même pour un observateur superstitieux, il n'y a pas là de quoi fouetter un chat !

C'est oublier plusieurs points d'importance.

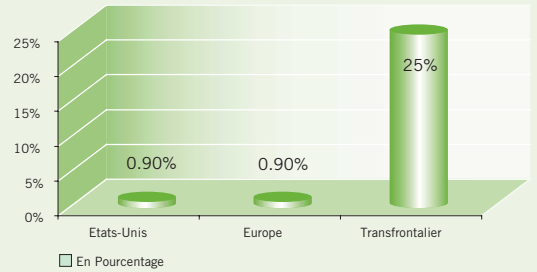
Multiplier les acteurs, c'est multiplier les relations multilatérales. Or le processus de traitement d'une opération sur titre se décompose en plusieurs étapes, chacune nécessitant des échanges interactifs entre les parties prenantes. Plus ces échanges sont nombreux, plus le risque d'erreurs dans le traitement augmente, et plus le délai nécessaire à la bonne fin des opérations s'accroît.

L'objectif permanent des acteurs de la chaîne titre est en effet de s'assurer que **le dénouement** de la transaction interviendra dans les délais impartis. Dans la plupart des pays occidentaux, la date de dénouement théorique est fixée à J+3. Or, plus une erreur est détectée tôt, plus tôt il sera possible de la corriger, et plus la probabilité de dénouer l'opération dans les temps augmente. A chaque étape, et le plus en amont possible, il s'agit donc de vérifier si les données de la transaction sont correctes, et, surtout, que l'ensemble des parties prenantes dispose de données identiques. C'est pourquoi s'organise, à chaque phase critique, un contrôle de cohérence sur les références clefs d'une transaction : prix, sens de l'ordre, quantité, code valeur, références comptables des contreparties, puis, une fois l'ordre exécuté, date d'exécution, date de règlement livraison, impôt de Bourse et taxes locales, montant net, allocation, commission, conditions de négociation, devise d'exécution, devises de dénouement…

Ce contrôle de cohérence intervient dès que l'ordre a été exécuté. Dans un cadre domestique, le courtier local envoie à son client acheteur le détail de l'exécution (tel qu'il lui aura été communiqué par l'entreprise de marché où s'est déroulé l'échange), et attend en retour une première validation. Le plus souvent, lorsque le client est une société de gestion, celui-ci précise dans sa réponse le détail de l'allocation de son ordre, c'est-à-dire l'affectation des titres achetés entre ses différents portefeuilles (ou OPCVM). Le courtier vérifie que la somme des allocations est bien égale à l'ordre global exécuté, s'assure également que les références de chacun des allocataires des portefeuilles (ou OPCVM) sont bien présentes dans ses systèmes d'information –un point souvent bloquant !-, puis retourne l'allocation vers le client avec une demande de confirmation détaillée. Si aucune erreur n'est détectée, le client envoie alors sa confirmation au courtier. Une fois réalisé ce mouvement de « va-et-vient », connu dans les middle-office sous l'expression imagée de phase « essuie-glace », le client et/ou le courtier informent le dépositaire local de la confirmation de l'ordre. Celui-ci, qui a reçu de la chambre de compensation, à l'instar de tous les participants, les caractéristiques des transactions effectuées dans la journée sur l'entreprise de marché, compare alors les références de l'ordre confirmé par le client et celles fournies par la chambre de compensation. Si les données correspondent, le dépositaire local envoie au client et/ou au broker une « affirmation » de la transaction. Le « matching » des données est alors effectué, et l'opération peut entrer dans sa phase de règlement livraison…

On imagine aisément que cet « accord final » sur les termes de la transaction, déjà difficile à appréhender dans un cadre domestique, l'est encore davantage lorsque les parties prenantes sont multipliées par deux. Sur les opérations transfrontalières, le courtier international fait en effet l'interface entre son client (société de gestion française, dans l'exemple) et le courtier local : « l'essuie-glace », on s'en doute, met plus de temps pour « balayer » la surface de l'échange ! Résultat, le temps nécessaire aux confirmations s'allonge, les erreurs sont détectées moins rapidement, le taux d'échec des transactions s'envole.

Taux d'échec dans le processus de traitement des opérations sur titres



Source: Omgeo Benchmarks for Oasys Global TM

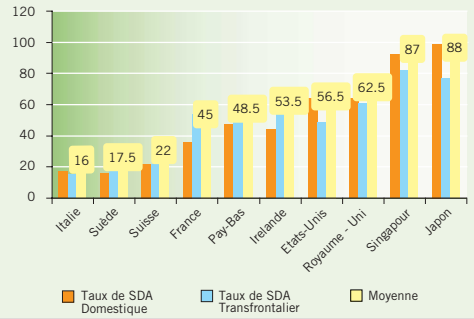
Idéalement, cette phase « *post-trade/pre-settlement* », pour minimiser les risques de retard dans le règlement livraison, devrait aboutir le jour même de la transaction. Les spécialistes parlent de taux de « SDA » -**Same**

SDA – Same Day Affirmation. Traduit en français par « confirmation le même jour », le SDA permet d'évaluer le nombre d'ordres accompagnés des instructions entre le gérant et le broker pour leur affectation le jour même de l'exécution. Cela permet ainsi de minimiser l'exposition aux risques.

Day Affirmation-, et considèrent cet indicateur comme un moyen d'estimer le niveau d'efficacité opérationnel d'une chaîne titre.

Le problème reste que ce taux de « SDA » est difficile à appréhender. Rares sont les investisseurs internationaux qui sont réellement capables de le mesurer. Une étude réalisée par Omgeo sur le dernier trimestre 2002 (2) donnent des résultats assez contrastés selon les pays :

Taux de SDA par pays



Source: Omgeo

Le taux de SDA est considéré comme un élément stratégique dans la mise en place du règlement-livraison en J+1 : en permettant d'identifier les erreurs plus tôt dans le processus de réconciliation, au moment de la confirmation, il permet des réajustements rapides ce qui réduit les risques de suspens.

Autre point important: lorsque les transactions, domestiques cette fois, sont « matchées » via un système ETC (Electronic Trade Confirmation) –le taux de « SDA » peut passer du simple au triple.

Or, on le sait, mais il est toujours bon de le rappeler, les transactions internationales sont faiblement automatisées…

Multiplier les relations multilatérales, c'est multiplier la probabilité que les systèmes informatiques des parties prenantes ne soient pas ou peu compatibles. Autrement dit, c'est réduire les possibilités d'automatisation du traitement de la transaction.

Middleware financier : logiciel réalisant l'interface entre les applications et les réseaux, et entre les applications elles-mêmes.

Il y a de cela fort longtemps, du temps où les départements informatiques des institutions financières commençaient à prendre de l'embonpoint et de l'importance, et où il s'agissait de convertir en termes électroniques des relations commerciales tissées de longue date, la solution miracle consistait à développer des systèmes « propriétaires ». Et à « tirer des liens » vers ces clients ou fournisseurs dignes d'intérêt… Caricature ? Sans doute, mais l'image donne bien la mesure du problème auquel ont été confrontées ces mêmes institutions lorsqu'elles décidèrent de quitter le havre du port domestique pour rejoindre le grand large de l'international. Elles se rendirent vite compte que ces systèmes, lourds et chers à gérer, n'étaient guère compatibles avec ceux de leurs contreparties étrangères. A leur place sont alors nés des progiciels plus standardisés, mais moins « universels ». Certaines fonctions, et notamment le traitement des transactions entrantes et la réconciliation, n'étant plus disponibles, il fallut intégrer plusieurs applications spécialisées. Et pour permettre à ces nombreuses applications –on estime qu'en moyenne, près d'une centaine de progiciels coexistent au sein d'un même établissement- de communiquer entre elles, les relier via des **« middleware » financiers**… Il va sans dire que tous les acteurs financiers ne se sont pas adaptés au même rythme. Les banques ou dépositaires font plutôt figure de bons élèves ; les sociétés de gestion, en revanche, sont encore nombreuses à traîner près du radiateur, au fond de la classe… Dans tous les cas, les efforts à consentir, en termes d'automatisation des processus internes, sont énormes. Une étude conduite par CityIQ en mai 2003 auprès de 240 firmes internationales (dont près d'un quart sont des sociétés de gestion) montre clairement que l'écart entre l'état actuel de l'automatisation des procédures et le niveau à atteindre est considérable.

[1] *D'après Omgeo Oasys Trade Match*

Résultat : en dépit des progrès fulgurants de l'informatisation, bon nombre d'échanges d'informations financières sont encore réalisés par téléphone, télécopie, ou même télex…

Une étude conduite au printemps 2002 par la firme de consultant Cap Gemini Ernst & Young auprès de 77 sociétés de gestion internationales constate en effet que ces dernières utilisent, dans plus d'un tiers des cas, le fax comme moyen principal de transmission avec leurs dépositaires… Ce taux, spécifiques aux transactions sur actions, monte jusqu'à 50% sur les opérations de change, et jusqu'à 70% pour les opérations sur produits dérivés !

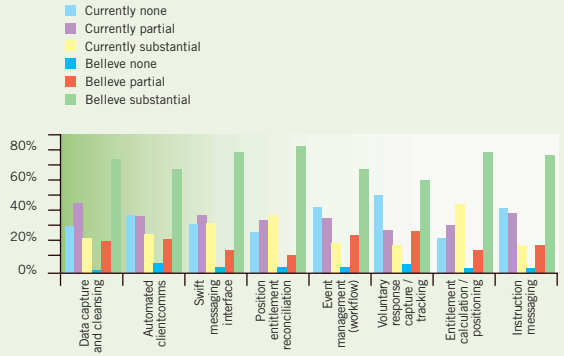
En Europe, les résultats avancés par SWIFT sont tout aussi éloquents : la moitié des 50 millions d'ordre passés chaque année par un panel d'investisseurs (totalisant plus de 4 700 milliards d'euros d'actifs) sont envoyés « manuellement ». Ce qui coûterait aux institutions concernées la bagatelle d'un milliard d'euros par an !

A ce montant déjà faramineux, il convient en outre d'ajouter le coût de rectification des erreurs et du contrôle des risques dans un environnement transfrontalier non sécurisé, estimé par SWIFT à près de 5 milliards d'euros annuels…

Dernière statistique, qui donnera froid dans le dos aux aficionados du « tout électronique » : toujours selon SWIFT, 70% de ses clients –regroupant, excusez du peu, plus de 7 000 établissements au niveau mondial-, ont l'intention de maintenir leurs voies d'échanges par fax. Et ce même après avoir adopté le dernier cri en matière de standard de communication… Que l'on se rassure : ce pré-requis, nous allons le voir, est encore loin d'être franchi.

Traiter avec des contreparties non résidentes, c'est accroître le risque d'incompréhension et augmenter la probabilité d'utiliser des données de référence non standardisées et erronées.

Niveaux d'automatisation actuels et espérés des procédures de traitement des transactions sur actions



Source: CityIQ Survey - avril-mai 2003

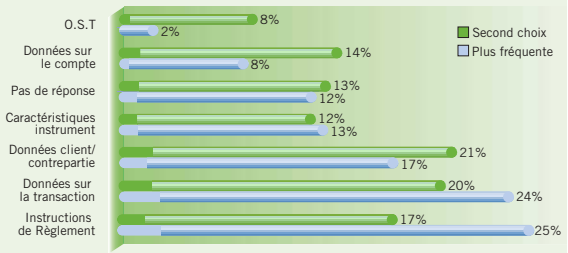
Une autre des raisons pour lesquelles les systèmes informatiques -à supposer qu'ils fussent parfaitement compatibles sur le plan technique- ont du mal à communiquer provient d'un mal inhérent à la Tour de Babel financière:la faible standardisation des données.

C'est l'un des problèmes majeurs que tente précisément de résoudre la démarche STP : faire en sorte que l'ensemble des références d'une transaction soit compréhensible, c'est-à-dire écrites dans le même langage, d'un bout à l'autre de la chaîne titre, et par l'ensemble des contreparties de l'échange. Entreprise complexe, que des langues différentes –l'anglais n'est pas encore la langue officielle de la planète Terre-, et des fuseaux horaires n'aident pas à simplifier.

D'autant que, on l'a vu, les protocoles ne sont pas particulièrement homogènes… Grosso modo, grâce aux initiatives d'harmonisation prises depuis 1992, les acteurs en amont du cycle transactionnel (courtiers) sont plutôt adeptes du protocole FIX, ceux plus en aval (dépositaires) de la norme SWIFT. L'adoption récente de la nouvelle norme ISO 15022 (sur l'initiative de l'ISO, mais sous l'égide de SWIFT) va dans le sens d'une meilleure harmonisation (elle intègre notamment le protocole FIX). Mais on est encore loin d'une situation idéale :

- le « 15022 Data Dictionary » -le dictionnaire de référence de l'ISO 15022- se concentre sur une partie seulement des références clefs d'une opération. Certaines données, et notamment celles ayant trait à la valeur traitée, ne sont pas standardisées. Dans le domaine des codes valeurs, et en dépit des demandes formulées par le Groupe des Trente dès 1991, c'est toujours la jungle des références qui fait loi. Une situation entretenue par la concurrence entre les « vendeurs » d'informations, comme Reuters ou Bloomberg coté actions, ou S&P Funds Service, Morningstar ou Lippers coté OPCVM. Sans parler, bien sur, des dépositaires centraux, encore peu nombreux, on l'a dit, à avoir basculé aux codes ISIN.

Types d'erreurs les plus fréquentes



Source : Enquête TowerGroup, Reuters,Capco - Septembre 2001

Source: Enquête TowerGroup, Reuters, Capco - septembre 2001

- une faible partie des institutions ont réellement adopté des données standardisées. Selon SWIFT, seulement près de 3 000 entreprises (au niveau mondial) pouvaient, fin 2002, recevoir des messages à la norme 15022. Seules 1 250 étaient capables d'en émettre. Point intéressant : sur les 304 sociétés de gestion membres de SWIFT, seules 17 avaient franchi le pas…

- enfin et surtout, les opérateurs sont peu nombreux –37% selon l'étude TowerGroup de septembre 2001-, à avoir mis en place une véritable stratégie de gestion des données de référence. Conséquence : même s'ils utilisent des données externes standardisées, ces dernières sont fréquemment retraitées pour correspondre aux « standards maison ». Capco estime ainsi que les institutions gèrent en moyenne entre 20 et 50 bases de données valeurs en interne.

Dans ces conditions, pourquoi s'étonner que la cause principale de l'échec d'une transaction, hormis les erreurs manuelles –inversement proportionnelles au taux d'automatisation-, reste liée aux erreurs sur les références de l'opération ? Selon la dernière enquête de TowerGroup, de septembre 2002, 45% des échecs sur transactions sont causés par des « données de référence incomplètes, non standardisées, ou incorrectes ».

Les sources d'erreurs les plus fréquentes ? Les erreurs sur commissions et les détails d'instructions de règlement livraison.

Ce n'est pas par hasard si l'on retrouve, au premier rang des causes d'échec, les erreurs constatées lors du cycle de règlement livraison proprement dit. Car c'est à ce niveau que se concentrent les risques spécifiques aux transactions internationales.

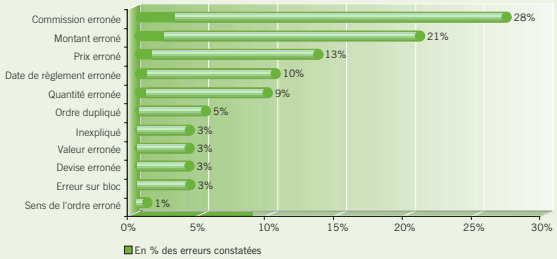
Procéder à des échanges transfrontaliers, c'est augmenter les risques de contrepartie, de crédit, et de conservation. C'est prendre un risque juridique et financier supplémentaire.

Revenons rapidement sur notre cycle de traitement de l'ordre. Dans le monde « idéal » de la transaction domestique, le circuit de règlement livraison est organisé par le système local (Relit/RGV2 en France). Toutes les institutions locales (entreprise de marché, chambre de compensation, dépositaire central), mais aussi les partenaires de l'échange (investisseurs, courtiers, dépositaires) sont soumis au même corpus législatif, réglementaire, fiscal, et aux mêmes pratiques de marché. L'opération est réalisée dans la même monnaie. Bref, si les risques de ne pas dénouer une transaction domestique sont présents, ils sont sans commune mesure avec ceux que l'on rencontre sur une opération internationale.

Le risque de change vient s'ajouter aux risques classiques de la transaction. Mais ceux-ci prennent une ampleur particulière.

- Le risque de conservation –perte des titres physiques, erreurs dans la gestion des titres dématérialisés- augmente en raison de la multiplication des intermédiaires. Les dépositaires locaux, notamment dans certains pays émergents, ne sont pas d'une fiabilité à toute épreuve. Le dépositaire du client, qui aura sous-traité à ce dépositaire local la gestion des titres locaux, prend donc le risque de devoir couvrir le coût d'une erreur éventuelle de ce dernier. Ce

Causes principales des erreurs sur transactions



Source: Omgeo Benchmarks

risque peut aller jusqu'à devoir racheter des titres qui se seraient inopinément « perdus »… Même en passant par un global custodian, qui lui-même utilise les services soit d'un dépositaire local, soit du dépositaire central local, le risque demeure. Ce risque de défaillance lié aux opérations de règlement livraison, sur lesquels les établissements financiers communiquent peu -16% seulement des 25 premiers groupes bancaires mondiaux, selon une étude sur l'information financière (3) -, est en revanche de plus en plus souvent cité par ces derniers dans le périmètre des activités générant du risque de crédit.

- Le risque juridique est lui aussi bien présent. Le droit de propriété, notamment, pose fréquemment des problèmes d'interprétation. Certaines législations prévoient, par exemple, que le transfert de propriété est réputé acquis au moment de l'échange; pour d'autres, c'est la date de livraison qui compte. Idem en ce qui concerne les caractéristiques juridiques des systèmes de règlement livraison : certains fonctionnent selon le principe de l'irrévocabilité intra journalière, d'autres en fin de journée. Le choix du principe ou de la

OST, pour opérations sur titres : ensemble des opérations juridiques qui peuvent intervenir sur un titre (détachement de coupon, augmentation de capital, OPA, OPE…)

loi à appliquer n'est pas toujours évident. C'est aussi le cas lorsque la transaction est dénouée, non pas auprès du dépositaire central, mais dans les comptes d'un *global custodian :* c'est alors, théoriquement, non plus la législation du dépositaire central qui prévaut, mais celle du pays du conservateur international…

• Le risque financier, enfin, est d'autant plus pervers qu'il est trop souvent sous-estimé. Notamment celui lié aux « OST » - Opérations sur Titres - transfrontalières. Qu'un détachement de coupon, une attribution d'action, une augmentation de capital interviennent sur un titre qui n'a pas été livré dans les délais, et c'est le coût de réparation du suspens qui explose. Or, les différences juridiques et fiscales, d'un pays à l'autre, accroissent les risques d'erreurs comptables et de traitements. Lesquels génèrent des pertes financières rarement mesurées : une étude réalisée par GOAL (4) en juillet 2003 estime par exemple qu'une large partie des retenues à la source sur les revenus et dividendes perçus sur les investissements en titres étrangers n'est pas récupérée par les établissements financiers. Selon GOAL, les investisseurs américains perdraient ainsi chaque année la bagatelle de 830 millions d'euros, les britanniques, 689 millions d'euros, et les français, 250 millions … Cause principale de ces erreurs de récupération : un traitement encore trop largement manuel.

COMPTONS, MAINTENANT

Les conséquences de cet ensemble de « conjonctions défavorables » aux transactions transfrontalières?

> leur coût de traitement est supérieur à celui des opérations domestiques

> leur coût de « réparation » est encore significativement plus élevé.

> leurs délais de dénouement sont supérieurs à ceux des transactions domestiques.

Selon une enquête réalisée par Fulcrum Research auprès d'un panel d'investisseurs institutionnels européens (5) , ces derniers estiment le coût d'une erreur sur une opération transfrontalière, en moyenne, à 388 euros. Contre 182 euros pour une transaction domestique. Point intéressant : les responsables des back-office interrogés ont une vision bien plus négative de la situation que leurs confrères du *front.* Alors que ces derniers voient un rapport très faible entre le coût des erreurs sur opérations internationales et nationales (149 euros contre 119 euros), les spécialistes du post-marché évaluent l'écart dans un rapport proche de 1 à 3 (627 euros contre 233 euros).

Où se situe le coût réel ? SWIFT estimait pour sa part, en 2002, le coût de réparation d'un ordre transfrontalier à 220 euros. Le coût de traitement d'un ordre « normal » est lui aussi tout aussi « variable » selon les sources. Omgeo estime qu'il y a un rapport de 1 à 4 entre le coût d'un ordre traité « manuellement » (16 euros) et un ordre traité « électroniquement » (4 euros). SWIFT calcule que les investissements réalisés par les institutions pour rationaliser et automatiser leurs processus de traitement leur ont permis de faire baisser de 62% le coût de traitement des ordres en provenance des clients particuliers. Entre 1996 et 2000, ce coût serait passé de 29 euros à 12 euros. D'autres rapports, et notamment celui du G30 consacré au « Global Securities Markets » de janvier 2003, donnent des éléments de comparaison entre le coût d'un ordre domestique et celui d'un ordre transfrontalier : le rapport serait de 1 à 10 ! Un rapport Eurogroup - **AFTI** (Association Française des Professionnels des Titres) de novembre 2002 (6) apporte une réponse sans doute plus proche de la réalité. L'étude, menée auprès de professionnels américains, allemands, français, italiens, suisses et britanniques, commence par mettre à mal une idée reçue : il n'y a pas d'écart significatif entre le coût d'une transaction transfrontalière réalisée par un investisseur américain sur un marché européen, et celui d'une transaction transfrontalière réalisée par un investisseur européen sur le marché américain. Dans le premier cas, la fourchette de prix constatée va de 100 euros à 115 euros. Dans le second, de 85 euros à 115 euros. Autre résultat de l'enquête : l'écart de coût entre une transaction domestique et transfrontalière serait de 20% à 35%. En moyenne, un ordre domestique revient en effet de 70 à 85 euros ; un ordre transfrontalier, de 85 à 115 euros. Point important : cet écart de coût provient essentiellement du poste conservation, qui passe de 10 euros sur une opération domestique à une fourchette de 25 à 40 euros sur les transactions internationales. De 2,5 à 4 fois plus cher.

CONNAIS-TOI TOI-MÊME…

Résumons. Les transactions transfrontalières sont sources d'erreur et de retard dans le cycle de règlement livraison. Les causes de ces erreurs et retards sont de trois ordres.

> des problèmes internes aux entreprises financières : procédures peu automatisées, faible niveau de standardisation, et, surtout, faible niveau d'information et de reporting. Rares sont en effet les opérateurs qui calculent précisément le coût opérationnel du traitement de leur chaîne titre, et les surcoûts générés par le règlement des exceptions –c'est d'ailleurs la raison pour laquelle il est si délicat d'obtenir des chiffres fiables dans ce domaine-. Une étude, réalisée auprès de sociétés de gestion britanniques par Mercer (7) , établit par exemple que la moitié environ de leurs coûts de transactions ne sont ni calculés, ni même enregistrés.

> des problèmes de communication entre les entreprises financières : en partie liés aux précédents, ils se concentrent plus précisément sur la standardisation des systèmes informatiques et des références des données opérationnelles.

> des problèmes liés aux infrastructures de marché et aux disparités de réglementation. Pour les résoudre, ce sont des démarches collectives, envers et en collaboration avec les autorités de tutelles nationales et supranationales qui s'imposent.

La solution a tous ces problèmes ? Standardisation, automatisation, interconnectivité d'un bout à l'autre de la chaîne de traitement du titre. Autrement dit, application d'une démarche « STP » pour l'ensemble des acteurs, à la fois individuelle (STP Interne), multilatérale (STP Externe), et collective (harmonisation des systèmes et des réglementations)

Une démarche qui peut s'apparenter à une recherche philosophique…

> se connaître soi-même (STP Interne)

> s'ouvrir aux autres (STP Externe)

> vivre en harmonie (harmonisation des systèmes et des réglementations)

Mais une démarche qui suppose, outre bien sûr une volonté politique nationale et internationale, de lourds investissements. Le projet évoqué par les autorités américaines début 1990 par l'intermédiaire de la SIA - désormais repoussé *sine die*-, de réduire les délais de règlement livraison à J+1 avait été estimé, on l'a dit, à plus de 8 milliards de

AFTI : l'Association Française des Professionnels des Titres a été créée en 1990. Elle a pour vocation de réunir les professionnels des métiers titres du post-marché, et constitue une force de proposition nationale et internationale.

dollars. Les études les plus récentes considèrent que, pour amener les acteurs à un niveau raisonnable d'automatisation au cours des quatre prochaines années, les institutions financières devraient débourser entre 10 et 20 milliards de dollars.

Un montant qui fait réfléchir. Et qui explique pourquoi, d'un acteur à l'autre, d'une association professionnelle à l'autre, d'un pays à l'autre, le « projet STP » soit diversement avancé…

(1) Les systèmes de règlement livraison de titres européens – 2ème édition – Catherine Karyotis – Revue Banque Edition –

(2) Omgeo Benchmarks, DTCC data, 2002

(3) Deloitte Touche Tohmatsu, Ernst & Young, KPMG, Mazars & Guérard, Les établissements de crédit: doctrines et pratiques, l'information financière 2001, CPC, 2001.

(4) Global Operations & Administration Limited (GOAL) - Etude européenne sur les revenus de valeurs mobilières étrangères. Juillet 2003

(5) Fulcrum Research – Survey of European Institutional Sentiment Towards Current Issues in European Trading Systems – Septembre 2002 –

(6) Analyse comparative du coût des opérations titres en Europe et aux USA – AFTI - Eurogroup – Novembre 2002 -

(7) Transactions cost: a survey of major institutions in the UK – William M.Mercer – Décembre 2002 –

CHAPITRE 2

L'EXCEPTION FRANÇAISE

Prenez un panel représentatif des métiers du front et du back-office chez les investisseurs institutionnels français; demandez-leur de citer les raisons pour lesquelles une transaction peut échouer : ils seront 9% à refuser de répondre (1) …

Essentiellement parce ces «9%» considèrent qu'il n'y a pas d'erreurs de traitement possibles sur la chaîne titre en France. Une « exception française » qui repose sur la confiance que les opérateurs hexagonaux ont placée dans leurs systèmes de négociation et de règlement livraison. Ils sont d'ailleurs unanimes sur la fiabilité desdits systèmes : aucun représentant des métiers du titre français ne cite le risque de défaillance informatique comme une cause d'erreur potentielle, se situant ainsi en très net décalage avec leurs confrères britanniques, allemands et italiens, qui placent cette éventualité en troisième position, derrière les erreurs humaines et les données incorrectes.

Pourquoi une telle confiance dans les systèmes de place ? Tout simplement parce qu'elle est pleinement justifiée… Le marché parisien, au terme d'une vingtaine d'années de réforme, représente aujourd'hui, tout au moins sur le plan technique, un exemple à suivre en Europe. Faiblement internationalisée jusqu'à l'avènement de l'euro, la place française a en effet su construire un modèle fiable, efficace et centralisé de traitement des opérations domestiques sur titres. Une efficacité et une avancée technologique qui, paradoxalement, sont devenues en partie des handicaps depuis l'ouverture des acteurs français à la concurrence mondiale.

VINGT ANS DE RÉFORME

Mais, d'abord, un peu d'histoire. 1981, et la parution du rapport Pérouse, marque, sur le plan conceptuel, le début du cycle des réformes qui vont progressivement porter le marché français au niveau –et parfois même au delà- des standards internationaux. Que préconise le dit rapport ? Rien de moins que, en vrac : la simplication du fonctionnement du marché (suppression de la double cotation comptant/à terme, cotation d'options), la modernisation des méthodes de conservation des titres (et leur dématérialisation), l'irruption de la technologie dans la diffusion des informations, la transmission instantanée des ordres et de leur exécution (cotation en continu), la mise en concurrence des intermédiaires… A une époque où Messieurs les agents de change continuaient de pratiquer la criée autour de la Corbeille du Palais Brongniart, où la cotation par «casier » survivait jusqu'au troisième étage de ce même batiment, vestige du XIXème siècle, on mesure l'avant-gardisme du rapport Pérouse… Pourtant, dès 1984, et sous l'effet du revirement idéologique du gouvernement socialiste de l'époque, la première pierre du nouvel édifice boursier est posée : **la dématérialisation** des titres. Désormais, toutes les valeurs sont enregistrées (« admises », disent les puristes) auprès du dépositaire central, la Sicovam (Société interprofessionnelle de compensation des valeurs mobilières), devenue, depuis janvier 2001, **Euroclear France**. Les titres « physiques » n'ont plus d'existence légale (2). Plus de papier, une simple écriture électronique : cela ne nous rappellerait-il pas quelque chose.

La conservation, la mobilité et la sécurité des valeurs mobilières ainsi assurées, les autorités boursières vont pouvoir dérouler les autres pans de l'électronisation de la place de Paris. En 1986, la Cotation Assistée en

Dématérialisation. Les titres ne sont plus échangés ni détenus sous forme de papier, mais sont inscrits dans les comptes ouverts par un établissement habilité auprès d'un dépositaire central (Euroclear France, en France).

Euroclear France. Dépositaire central des titres sur le marché français. Auparavant détenue par la Banque de France, Euronext Paris, la Caisse des Dépôts et Consignations et par les établissements de crédit, l'ex-Sicovam (Société Interprofessionnelle pour la Compensation des Valeurs Mobilières) a fusionné en 2001 avec Euroclear, et est aujourd'hui filiale à 100% d'Euroclear Bank, centrale internationale de conservation et de règlement-livraison de titres.

RELIT, pour système de *Règlements/Livraisons de Titres*, a démarré fin 1990 en France. Il sera complété par RGV –Relit Grande Vitesse-, conçu pour les opérations de gros montants, et offrant l'irrévocabilité instantanée des dénouements sur le principe du temps réel, et par Relit +, pour les opérations de gré à gré.

Continu remplace la criée : les ordres d'achat et de vente sont confrontés automatiquement dans un carnet d'ordres centralisé. Ce système « CAC » -aussi connu aujourd'hui sous sa nouvelle dénomination, depuis 1997, de « NSC », pour « Nouveau Système Central de Cotation »-, adapté du système CATS *(Computer Assisted Trading System)* de la Bourse de Toronto, fonctionne, contrairement au modèle canadien, sur le principe d'écrans délocalisés. Les intermédiaires –agents de change à l'époque- s'équipent en salles de marché. Dès 1989, la bascule des actions parisiennes au tout électronique est achevée. En 1991, les valeurs cotées sur les six bourses de province, qui ferment leurs portes, rejoignent le système CAC. Parallèlement, le routage des ordres se rationalise : le système COCA (pour Connexion CAC, bien sûr) remplace RONA (Routage des ordres et des négociations automatisées) –en vigueur entre les établissements bancaires et les agents de change depuis 1984-, et permet enfin l'acheminement direct d'un ordre sur le marché sans intervention manuelle –et le développement des premiers services de « bourse en ligne », via le Minitel-.

FRONT TO BACK

L'avant-garde s'était trop éloignée du gros des troupes… Entre 1980 et 1990, les volumes traités sur les places financières mondiales explosent. La Bourse de Paris n'échappe pas à la règle : les transactions sur les seules actions françaises sont multipliées par 16 ! Les front offices, modernisés, électronisés, absorbent le choc. Les « backs » eux, sont débordés. En 1988, il faut en moyenne 13 jours pour dénouer une opération. Les autorités boursières estiment à 30 milliards de francs (4,5 milliards d'euros, un montant énorme pour l'époque) le total des suspens sur les titres français, y compris ceux générés par les OST. C'est la nécessaire réforme des systèmes de règlement livraison qui s'amorce alors. Fin 1990, le système **RELIT** fait ses premiers pas. Succédant aux 23 filières de « R/L » préexistantes, il prévoit dès sa création le principe de la simultanéité de la livraison des titres contre le règlement des espèces, l'irrévocabilité des instructions, et le dénouement standardisé (en J+5 à l'origine). En 1991, et en dépit –ou grâce- aux faillites provoquées par l'apurement des suspens, ces derniers ne totalisent plus qu'un milliard de francs (150 millions d'euros). Dès 1992, se conformant ainsi aux recommandations du G30, la place adopte le dénouement en J+3 (à l'exception des valeurs cotées sur le Règlement Mensuel- jusqu'à sa disparition, en septembre 2000-, dénouées cinq jours après la liquidation). En 1998, Relit est complété par RGV –Relit Grande Vitesse-, conçu pour les opérations de gros montants, offrant l'irrévocabilité instantané des dénouements sur le principe du temps réel, et par Relit +, pour les opérations de gré à gré. Le pourcentage des suspens par rapport au total des transactions est déjà depuis longtemps proche de 0%… RGV sera d'ailleurs le premier système à obtenir la certification sans réserve de la Banque Centrale Européenne. Depuis 2001, les deux systèmes ont évolué : Relit + s'appelle dorénavant « RGV2 – Filière révocable », et RGV se prénomme désormais « RGV2 – Filière irrévocable ».

Parallèlement, la sécurité des opérations de règlement livraison est assurée par Clearnet SA, la contrepartie centrale des marchés d'**Euronext**. Clearing21, le système informatique de compensation, permet un « netting » en temps réel des positions des intermédiaires. Ces derniers, grâce aux mécanismes de couverture proposés par RGV (prêt de titre automatique, pension livrée) peuvent gérer aisément leur liquidité titre et espèce. Une fois leurs provisions (titres et espèces) contrôlées et validées, le système de dénouement (RGV) déclenche simultanément en jour J les mouvements titres et espèces, mouvementant automatiquement les comptes des intermédiaires auprès d'Euroclear France (position titre) et de la Banque de France (position espèce). Un modèle de traitement automatisé de bout en bout précurseur.

La place de Paris, sous l'égide des autorités de tutelles, des associations professionnelles, d'Euronext et de ses orbites, a parfaitement rempli ses objectifs.

> Les systèmes de négociation sont entièrement automatisés.

> La mécanique des post-marchés français est parfaitement huilée.

Qu'importent les détails ? Pas vraiment. Ce serait oublier un peu vite que si la «place » a su se hisser à un niveau d'efficacité que nul ne conteste aujourd'hui, les acteurs des différentes strates de la chaîne titre ont du, individuellement, accomplir d'importants efforts pour satisfaire au niveau d'exigence de la nouvelle donne technique et réglementaire.

SEGMENTATION ET SPÉCIALISATION DES ACTEURS

Premiers opérateurs à subir les effets de la « modernisation » des marchés : les intermédiaires. La réforme du statut des agents de change, en 1988, bouleverse la géographie française de l'intermédiation. L'autorisation d'ouvrir leur capital précipite les nouvelles « sociétés de Bourse » dans le giron des banques. Celles-ci abandonnent généralement à leurs nouvelles filiales les activités de négociation et de recherche, et se concentrent sur les travaux de règlement livraison. En 1996, la mise en œuvre de la **loi MAF (Modernisation des activités financières)** –transposition en droit français de la DSI européenne de 1993 – enfonce encore davantage le clou. Le monopole disparaît corps et âme. Dorénavant, toutes les « entreprises d'investissements » habilitées, y compris non résidentes, sont autorisées à intervenir en Bourse. Les établissements de crédit prennent davantage pied dans les métiers du titre… Confusion des genres ? En partie seulement, puisque la loi MAF oblige chaque « EI » à opter pour un statut spécifique.

> Le « négociateur pur » effectue uniquement des négociations pour son compte ou celui de ses clients : c'est le statut le plus répandu aujourd'hui.

> Le « négociateur-compensateur individuel » –qui correspond peu ou prou à la situation des ex-Sociétés de Bourse- gère, en plus de la négociation, la compensation des opérations qu'il traite pour son compte ou celui de ses clients.

> Le « négociateur-compensateur multiple » assure, outre la compensation de ses négociations, la compensation de plusieurs négociateurs purs. Certaines banques, propriétaires de plusieurs ex-charges d'agents de change, ont opté pour ce statut, et sont devenues des mastodontes de la compensation et, le plus souvent, de la conservation française.

> Le « compensateur non négociateur » n'exerce que l'activité de compensation pour compte de tiers.

Progressivement, chaque intervenant de la chaîne titre –ancien acteur « repositionné » ou nouvel entrant- est obligé de segmenter et de spécialiser ses activités entre les trois grandes formes d'intervention possible : intermédiation boursière, compensation, conservation. Mais à quel prix… Les recompositions capitalistiques, les

Loi MAF, pour *Modernisation des Activités Financières :* loi du 2 juillet 1996, transposition en droit interne français de la Directive Européenne du 10 mai 1993 sur les services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières (DSI).

rapprochements, les changements de statuts ont fait éclater les chaînes de traitement de la banque universelle traditionnelle. La logique du « tout intégré », qui prévalait autrefois, vole progressivement en éclat. Y compris coté investisseurs. Car les « donneurs d'ordres » des marchés d'actions français n'ont pas été épargnés par les réformes. Et notamment les sociétés de gestion, dont le rôle et les obligations ont été eux aussi profondément modifiés par les divers textes réglementant les acteurs de l'épargne française. Historiquement parties intégrantes des établissements financiers, elles bénéficiaient de la mise en commun de leurs moyens informatiques. L'instauration d'obligations nouvelles, en 1989, puis leur filialisation rendue obligataire par la loi MAF, les contraignent à quitter le giron maternel. Des règles déontologiques plus strictes poussent à dresser des barrières étanches avec leurs anciens partenaires « internes ». Et à développer des relations multilatérales avec de nouveaux courtiers, dépositaires, valorisateurs et réseaux de distribution…

De fait, l'intégration verticale entre les clients finaux (épargnants, investisseurs institutionnels, entreprises), gérés par les réseaux bancaires ou des structures dédiées, les gestionnaires (structure interne de gestion directe ou intermédiée), les négociateurs (sociétés de Bourse plus ou moins affiliées au groupe) et les dépositaires, conservateurs, compensateurs, tous plus ou moins regroupés sous la même bannière, a vécu. Les « murailles de Chine » s'édifient. La séparation des métiers est en marche.

Dans le même temps, l'électronisation à marche forcée de la place parisienne et le principe de gestion industrielle des ordres qu'elle induit, poussent à l'automatisation des *fronts* et des *back-offices*. Et chacun s'adapte en fonction de ses ressources, selon une démarche de plus en plus « individuelle ». La logique n'est plus la notion de groupe (verticalité), mais le positionnement sur la chaîne de valeur des métiers du titre (horizontalité) : chacun, selon son statut, privilégie les relations avec l'entreprise de marché (Euronext), le compensateur central (Clearnet), ou le dépositaire central (Euroclear France). Les intermédiaires se sont équipés à bonne source : si certains ont développé des systèmes propriétaires, la plupart ont eu recours aux services de prestataires informatiques, au premier rang desquels figurent … les filiales spécialisées des Bourses de Paris et de province.

Evidence : la plupart des investissements informatiques consentis ces vingt dernières années l'ont été dans l'objectif d'utiliser au mieux les systèmes de place. Mais marginalement dans celui de communiquer avec des contreparties non résidentes…

UNE OUVERTURE TARDIVE À L'INTERNATIONAL

Et pour cause. Jusqu'à une date récente, le problème de la transaction transfrontalière n'était pas au centre des préoccupations des opérateurs français.

Les investisseurs institutionnels, principaux détenteurs d'actions, sont contraints par des règles d'investissement qui favorisent les placements hexagonaux. Les particuliers, déjà peu friands de l'épargne en actions, restent peu nombreux à se risquer à la diversification internationale. Une fiscalité plus favorable aux valeurs françaises les conforte dans ce penchant, qui s'explique également par le peu d'informations disponibles sur les valeurs étrangères. Résultat : en 1990, les résidents français ne détiennent que 27 milliards d'euros de titres étrangers. Les investisseurs non résidents, quant à eux, accumulent 40 milliards d'euros d'actions françaises, soit près de 15% de la capitalisation en actions de la Bourse de Paris (265 milliards d'euros). Autant dire pas grand chose.

Douze ans plus tard, le paysage a considérablement évolué. La mise en place de l'euro financier, en 1999, a supprimé le risque de change dans la nouvelle zone monétaire. Les règles de diversification des risques des institutionnels sont devenues plus souples. Les portefeuilles s'internationalisent, en priorité sur la zone euro. La dernière enquête annuelle de l'OFGRI (3) constate que les titres français ne pèsent plus que 30% des participations des investisseurs institutionnels, ceux de la zone euro (hors France), 57%. Les sociétés de gestion, sous leur pression et afin d'offrir à leur clientèle de particuliers des outils en phase avec les nouveaux enjeux européens, suivent le mouvement. Les épargnants, de plus en plus placés en produits intermédiés – la détention indirecte d'actions a triplé depuis 1977, notamment grâce à la montée en puissance des contrats multi-supports-, se trouvent de fait plus investis à l'international. Et même s'ils n'étaient qu'un tiers environ en 2000 à détenir des actions étrangères en direct –un pourcentage qui les place dans la moyenne européenne-, les particuliers se frottent plus volontiers à l'achat « cross-border », aidés cette fois par une fiscalité plus conciliante. Depuis le 1er janvier 2002, les ménages français détenteurs d'un PEA (Plan d'Epargne en Actions) –ils étaient 7,3 millions fin 2002- peuvent loger des actions européennes dans cette enveloppe à fiscalité privilégiée. Et depuis le 1er janvier 2003, **les OPCVM** investis en actions du Vieux Continent y sont désormais éligibles. Conséquence : on estime qu'à fin 2002, les résidents français détenaient près de 200 milliards d'euros d'actions étrangères, soit l'équivalent de 21% de la capitalisation en actions françaises (928 milliards d'euros fin 2002). La montée en puissance des investisseurs étrangers a été quant à elle encore plus fulgurante : la part des actions françaises détenues par des non résidents serait aujourd'hui de l'ordre de 37%. Et les opérateurs étrangers seraient à l'origine de plus de 70% des transactions boursières sur la place de Paris.

Le problème de la standardisation et de l'automatisation des échanges transfrontaliers n'est désormais plus un problème « extérieur ».

(1) Fulcrum Research – Survey of European Institutional Sentiment Towards Current Issues in European Trading Systems – September 2002 –

(2) Notons que la France est le seul pays au monde, avec la Suède et l'Espagne, a avoir réalisé la dématérialisation de l'ensemble des titres cotés. Encore une «exception nationale » qui l'oblige à « rematérialiser », sous forme de certificat représentatif, certains titres afin d'en permettre la circulation à l'étranger…

(3) OFGRI – Observatoire français de la gestion des réserves des institutionnels- 9ème rapport annuel - Juin 2003 –

OPCVM, pour *Organisme de Placement Collectif en Valeurs Mobilières*. Les OPCVM regroupent les SICAV (Société d'Investissement à Capital Variable) et les FCP (Fonds Communs de Placement).

EURONEXT : « BIG IS BEAUTIFUL »

Qui, en 1988, aurait parié un centime (de franc à l'époque…) sur le devenir européen de l'ex Chambre syndicale des agents de change ? Cette dernière, d'abord transformée en Société des Bourses françaises (ParisBourse SBF SA), est pourtant devenue, depuis sa fusion avec les Bourses belge et hollandaise, puis portugaise, la première Bourse paneuropéenne. Euronext, qui chapote dorénavant l'entreprise de marché française (Euronext Paris), et ses homologues européennes, s'arrogeait en effet, fin 2002 (1) , le leadership en volume de transactions sur actions domestiques et étrangères : 1 570 milliards d'euros, devant Londres (1 066 milliards) et Francfort (870 milliards). Seconde capitalisation européenne, à 1 477 milliards d'euros (derrière Londres), à la même période, elle accueillait 1 484 sociétés cotées sur ses différents segments domestiques et transnationaux. Et revendiquait le statut de deuxième marché produits dérivés du monde, avec 697 millions de contrats traités en 2002 sur Euronext.Liffe.

La course à la taille de ce qui allait devenir Euronext commence en 1999. Matif SA, Monep SA et la Société du Nouveau Marché fusionnent avec ParisBourse SBF SA. Puis c'est le coup d'éclat du rapprochement européen, effectif depuis le 22 septembre 2000. Pour la « petite histoire », rappelons que l'annonce de la fusion, le 22 mars de la même année, s'est symboliquement déroulée depuis les salons du Savoy, à Londres. Du lieu même où, à peine deux ans plus tôt (juillet 1998), le London Stock Exchange et la Deutsche Börse avaient annoncé leur propre projet de rapprochement, iX. Bien vite abandonné, tout comme l'ambitieuse « Alliance » de huit bourses européennes –dont Paris, Londres et Francfort- en mai 1999. En juillet 2001, une autre étape est franchie, avec l'introduction de la structure Euronext –société anonyme de droit néerlandais- sur le Premier Marché … d'Euronext. La Bourse paneuropéenne, valorisée 2,8 milliards d'euros, lève à cette occasion 400 millions d'euros. En février 2002, la bourse de Lisbonne rejoint Euronext, qui vient de mettre la main sur le Liffe. De son coté, Clearnet, la chambre de compensation historique du marché parisien, rapprochée de ses homologues belge et néerlandaise en février 2001, fusionne avec LCH (chambre de compensation, entre autres, du London Stock Exchange) en juillet 2003, constituant la première chambre européenne de compensation et de contrepartie transfrontalière.

La « valeur ajoutée », pour les membres des diverses structures fusionnées, de l'ensemble ainsi constitué ? Une plate-forme de négociation commune pour les produits au comptant (NSC, dont la migration sur les membres fondateurs est effective, et sera étendue à Euronext Lisbon courant 2003) ; une plate-forme de négociation commune pour les produits dérivés (Liffe.connect, qui équipe les places de Paris, Bruxelles, et Londres, et devrait migrer sur Amsterdam mi-2004) ; un système unifié de compensation, Clearing 21, le seul « au monde », selon Euronext, à permettre une compensation en temps réel des transactions sur actions et sur les produits dérivés, avec netting multilatéral des transactions, déjà opérationnel sur les marchés parisien, belge et néerlandais, et qui équipera progressivement les autres places.

Un bel édifice, donc, et d'autant plus méritoire que rares étaient les observateurs qui donnaient cher de la peau de la petite Bourse française lorsque les premières annonces de rapprochement pan-européen se focalisaient sur ses concurrents germanique et britannique…

L'apparent succès d'Euronext doit bien sûr être relativisé. Certains doutent que son modèle de développement par fusion soit le plus pertinent. S'il lui a permis d'atteindre une « masse critique », il l'oblige en revanche à réaliser des investissements importants pour intégrer et unifier les systèmes techniques de ses nouveaux « partenaires ». A la différence, par exemple, de l'autre «silo d'infrastructures » que constitue le triptyque germanique Deustche Börse/Eurex/ Clearstream, déjà totalement intégré sur le plan technique, mais aussi capitalistique. Ce qui lui permet de se concentrer sur l'interconnectivité de ses systèmes, et de développer de nouveaux services en dehors de son champs traditionnel d'intervention. Contrairement au silo Euronext/Clearnet /Euroclear, dont l'association repose sur des participations croisées, et dont l'unité opérationnelle est remise en cause à chaque nouvelle opération de croissance externe. L'un et l'autre sont d'ailleurs confrontés à une nouvelle concurrence potentielle : outre l'émergence des plates-formes électroniques de cotation (MTF, « Multilateral Trading Facilities »), l'internalisation des ordres, telle que s'apprête à l'autoriser la nouvelle directive sur les services d'investissement (DSI II), pourrait bien conduire les établissements financiers –membres, rappelons-le, desdits silos-, à capter à leur profit une partie des activités jusqu'alors traitées par les infrastructures de marché.

(1) Euronext, in Bourse Information –Supplément Bilan Annuel- N°51- Janvier 2003-

Son modèle de développement par fusion a permis à Euronext d'atteindre une "masse critique". Mais il l'oblige à réaliser des investissements importants pour intégrer et unifier les systèmes techniques de ses nouveaux partenaires

CHAPITRE 3

PROBLÈMES ET SOLUTIONS, EN PRATIQUE

«En être ou ne pas en être » : l'ouverture grandissante des acteurs français à la concurrence internationale impose des choix drastiques. Pour rester dans la course, être en phase avec leurs clients et fournisseurs de demain –ceux qui auront su s'adapter-, il leur faut eux aussi consentir aux efforts de rationalisation, automatisation, et standardisation nécessaires à une meilleure efficacité et interconnectivité. D'un bout à l'autre de la chaîne titre, les enjeux, les solutions et les techniques diffèrent. Le sort des intervenants dépend aussi en grande partie des réponses qu'apporteront les autorités de tutelles aux problèmes de l'harmonisation des marchés, tant de la négociation que de la conservation, en Europe.

> Les sociétés de gestion sont sans doute les acteurs du marché du titre pour lesquels une nécessaire remise à niveau des processus et des métiers est la plus criante. Avec 916,85 milliards d'euros sous gestion, répartis entre 11 657 fonds, la gestion collective française (2) est la plus importante au niveau européen (21,8% du marché). Mais elle souffre, comme d'ailleurs la plupart des gestions européennes, d'un problème structurel de rentabilité, du à la fragmentation des marchés nationaux et à l'impossibilité de bénéficier, en conséquence, d'importantes économies d'échelle. Selon une étude du ZEW (1) , l'industie européenne de la gestion d'actifs pourrait réaliser 5 milliards d'euros d'économie annuellement si elle bénéficiait d'une structure de marché unique, à l'instar de celle qui prévaut aux Etats-Unis. Un marché où la taille unitaire des fonds mutuels est en moyenne 7 fois supérieure à celle des OPCVM français (699,4 millions d'euros, contre 106,9 millions d'euros) (2) … Les sociétés de gestion françaises sont en outre très nombreuses et hétérogènes : sur les 520 structures agrées par la COB (3) en 2001, 46 contrôlaient 90% des actifs sous gestion, 252 s'en partageaient 1%… Résultat : près de 30% des opérateurs de l'«*asset management* » accusaient des pertes d'exploitation. Pour survivre, les sociétés de gestion doivent donc à la fois se spécialiser (style de gestion, classe d'actifs, zone géographique…), améliorer la qualité de leur reporting et de leur niveau de transparence (pour répondre aux exigences de leurs clients eux aussi soucieux d'une meilleure gestion de leur compte d'exploitation), et accroître leur efficacité opérationnelle (niveau des performances, temps réel, gestion des gammes, automatisation des process, mesure des risques…).

Un «*reengineering*» qui passe notamment par l'externalisation et la sous-traitance d'une partie des fonctions ou activités autrefois considérées comme partie intégrante de leur groupe d'appartenance.

Après les fonctions de contrôle, de centralisation et de conservation, attribuées aux dépositaires, celles de la gestion administrative et comptable ont été confiées **aux valorisateurs**. Ce qui suppose, pour ces derniers, la capacité de dialoguer avec plusieurs établissements, eux même s'équipant des systèmes leur permettant d'assurer la fluidité des échanges. Dans ce domaine, le niveau d'automatisation et de standardisation est loin d'être suffisant. L'annonce par Diams en juillet 2003 d'une initiative de place (sous l'égide de **l'AFG**) visant à standardiser les échanges de données de reporting (dictionnaire complet des fonds OPCVM et sous mandat, messages **XML**), complémentaire à celle de SWIFT dans le domaine du message transactionnel, démontre que le chemin vers des réponses 100% STP est encore long. La pratique de facturation différenciée selon la nature du moyen de communication utilisé, qui tend à se généraliser tant côté brokers internationaux que côté *global custodian* peut aider à l'accélération du processus : leurs tarifs peuvent aller de 1 à 4 selon que la société de gestion utilise des protocoles standardisés ou d'archaïques télécopies..

Idem coté distribution. L'émergence de nouvelles formes de commercialisation (e-brokers, multigestion, réseaux indépendants, plates-formes de distribution…) oblige les producteurs d'OPCVM à gérer ou développer des gammes différenciées, à mettre en œuvre des dispositifs de reporting ou de mesures de performances plus interactifs, à imaginer des outils marketing plus performants. La gestion de ces fonctions n'a pas nécessairement vocation à demeurer au sein des structures de gestion.

Tout comme la fonction interne de négociation, que certaines grandes maisons n'ont pas hésité à différencier des métiers de la gestion financière *stricto sensu*, en créant des tables d'intermédiation. Leur éventuelle filialisation est désormais à l'ordre du jour.

Enfin, la sous-traitance touche également le cœur des métiers. Pour rester compétitifs, tout en conservant une gamme en phase avec les attentes de la clientèle, les « *asset managers* » sont de plus en plus nombreux à passer des partenariats avec des spécialistes, français ou étrangers, leur confiant la production de lignes de produits pointus (produits structurés, gestion alternative, gestion « éthique »…).

Le point de convergence entre toutes ces tendances ? La nécessité d'adopter une démarche rationnelle de communication multilatérale, en amont et en aval du cycle transactionnel. Une démarche STP que certains acteurs ont déjà mise en pratique (*voir témoignage Crédit Lyonnais Asset Management, page 30*)

> Baisse des volumes, concurrence, pincement des marges… les courtiers sont soumis à d'intenses pressions. Leurs grands donneurs d'ordres ont mis en place de véritables centrales d'achats qui dispatchent les commissions de l'un à l'autre en fonction d'un processus de sélection standardisé (par spécialité, par zone d'intervention, par produit, par coûts, par modalités de transmission…). La qualité a *posteriori* de leur exécution est contrôlée (impact sur le marché, respect des délais, prix moyen pondéré sur la journée…). Pour eux aussi, le choix des spécialités à conserver et celles à sous-traiter, la capacité d'offrir des prestations « sur-mesure », sont devenues cruciales. Certains abandonnent les activités de recherche, se concentrent sur le « *discount brokerage* ». Ils répondent à la demande de certains institutionnels qui cherchent à externaliser cette fonction, et placent des écrans de négociation chez ces nouveaux intermédiaires. L'émergence des « *brokers on line* », à la fin des années 90, illustre la segmentation des métiers. La quarantaine d'acteurs présents sur ce marché, qui pèse environ 14% % des échanges parisiens (4), propose des solutions d'accès direct au marché, différenciées selon leurs catégories de clientèle, souvent totalement intégrées sur le plan technique. D'autres intervenants, devenus *brokers* multi marchés, modulent leurs services et leurs tarifs : négociation classique ou « **program trading** » -ces derniers étant souvent sous-traités à des intermédiaires spécialisés-, recherche dédiée ou négociation pure, accès direct au marché via des solutions techniques intégrées. Dans tous les cas, la qualité et l'automatisation des processus, la capacité à communiquer

Valorisateur : les valorisateurs, en sous-traitance des sociétés de gestion, réalisent les opérations de calcul des valeurs liquidatives des OPCVM, le rapprochement bancaire, le suivi des ratios réglementaires, la gestion comptable et juridique des fonds d'investissement.

AFG, pour Association Française de la Gestion financière: l'AFG (auparavant dénommée AFG-ASSFI) est l'organisation professionnelle representative de l'industrie francaise de la gestion d'actifs financiers.

XML , pour *eXtended Markup Language* : langage de balisage extensible standardisé par le World Wide Web Consortium (W3C) qui s'occupe également de la standardisation du langage HTML et des feuilles de style, entre autres.

Program trading, ou *programme trading* : gestion automatique des ordres d'achat/vente sur les marchés d'actions.

ICSD, pour *International Central Securities Depositories :* dépositaire central supranational. Les ICSD (Clearstream et Euroclear, en Europe) assurent le rôle d'organisme de compensation et de dépositaire par le biais d'un réseau de conservateurs centraux. Outre ces prestations traditionnelles, les ICSD gèrent également les comptes espèces *stricto sensu* de leurs clients.

selon tous les standards du marché, sont essentielles. Pour s'adapter à la variation des volumes, aux nouvelles options réglementaires –dont l'internalisation des ordres, que le projet de nouvelle directive sur les services d'investissements (DSI II) prévoit d'autoriser en France-, et maîtriser leurs coûts, les courtiers se concentrent sur la rationalisation et l'électronisation des procédures, avec un objectif : réduire les erreurs humaines, encore trop nombreuses sur cette partie du cycle de traitement de la transaction (*voir témoignage Exane, page 31*).

> C'est incontestablement au niveau européen que se joue l'avenir des dépositaires. Si la question de la taille critique a toujours été essentielle dans cette activité, elle l'est d'autant plus aujourd'hui, à l'aube de la révolution promise des structures post-marché en Europe. Une révolution qui, pour l'heure, continue à fourbir ses idées. En l'espace de deux ans, ce sont près d'une dizaine de consultations ou de rapports officiels -sans parler des centaines d'études privées- qui sont venus alimenter le débat sur le devenir des systèmes de règlement livraison et des fonctions conservateur et dépositaire sur le Vieux Continent: consultations de la commission européenne, nouvelles recommandations du Groupe des Trente (5), rapport CPSS/IOSCO (6), rapport Andria (7), rapport Giovannini II (8),rapport CESR/ESCB (9),... Des milliers de pages donc (plus de papier ?), mais toujours pas de norme, faute d'un consensus sur les conditions d'une saine concurrence dans l'exercice de ces métiers à l'échelle européenne. Les sujets qui fâchent ? Quelle ligne de partage entre les banques dépositaires et les **ICSDs** (International Central Securities Depositories) –Euroclear et Clearstream, pour ne pas les nommer-, venus empiéter sur le terrain «à valeur ajoutée » de la transaction transfrontalière ? Plus généralement, quel modèle de répartition des tâches entre ces « infrastructures essentielles » que sont les dépositaires nationaux –aujourd'hui en phase de concentration, sous la tutelle des ICSDs...- et les agents du marché concurrentiel ? Faut-il les fusionner et promouvoir un « super » dépositaire central européen, à l'image de la DTCC américaine ? Ou laisser les « forces du marché » trouver la solution idoine en imposant des règles d'interconnectivité ? Enfin, et surtout : quelles définitions et obligations juridiques, au niveau européen, pour tous ces métiers du titre dont les frontières demandent à être précisées ; et quelle harmonisation pour les valeurs mobilières (y compris les OPCVM) ? Des réponses à ces questions, que la Commission européenne tarde à apporter –l'idée d'une Directive spécifique aux activités post-marché fait son chemin, mais aucune décision ni date n'a encore été prise- dépend en partie le devenir des opérateurs soucieux de savoir à quelle nature de « passeport » européen ils seront identifiés.

Soumis à une âpre concurrence, qui s'est traduite au cours des dernières années par une baisse significative de leurs tarifs, les dépositaires français se sont contentés de rechercher des gains de productivité par la mise en commun d'outils de traitement de masse, essentiellement au niveau domestique. Ou de développer de nouveaux services (prêt de titres, gestion des OST, gestion fiscale, agent de transfert), sources de chiffre d'affaires supplémentaire. Mais sans jamais refondre en profondeur des chaînes titres, automatisées certes, mais trop souvent encore via des systèmes et des outils de communication « maison ». Quelques acteurs –ils sont très, très peu nombreux- ont déjà engagé les actions nécessaires à un devenir européen (*voir témoignage Société Générale Global Securities Services, page 34*).

> Les fournisseurs de solutions, enfin, sont également à la recherche du saint Graal de l'interconnectivité. Sans entente avec les concurrents « partenaires », impossible de développer des logiciels aux protocoles standardisés. D'où l'impérieuse nécessité de faire partie d'associations transversales, pour partager l'information. L'incontournable SWIFT, qui veut s'imposer comme *LA* solution de communication du monde financier (réseau, protocole, format de référence), déjà fortement implanté coté bancaire, multiplie les initiatives pour conquérir les autres membres de la communauté du titre, tant côté réseau -avec SWIFTNet, un réseau XML qui devrait, selon SWIFT, faire baisser le coût d'un message de 17,6 cents d'euros aujourd'hui à 8,8 cents en 2006-, que protocole, avec, notamment, l'intégration de FIX dans la nouvelle norme ISO 15002. Les messages « titres » représentent déjà 30,5% des messages SWIFT au niveau mondial. En France, ce sont 244 institutions qui les utilisent (94 millions de messages en 2002, dont 25,6 millions à destination de contreparties nationales). Mais, du pre-trade à la conservation, ce sont des centaines d'acteurs qui tentent donc de se partager un gâteau « STP » estimé par Datamonitor (10) à près de deux milliards d'euros en 2004, rien que pour le marché européen. Certains, comme Sungard, Reuters, ou Omgeo, ont déjà acquis des positions dominantes sur une partie des segments du marché (*voir témoignage Omgeo, page 36*)

(1) ZEW (Centre de recherche économique européen de Mannheim) – Rapport sur le marché unique des fonds en Europe – Mai 2003 -

(2) FEFSI – Statistiques trimestrielles sur les fonds européens d'investissement – Mars 2003 –

(3) Rapport annuel COB – Mai 2002

(4) Association Brokers on Line – Mai 2003

(5) Groupe des Trente – Rapport « Global Clearing and Settlement/A Plan of Action » – Janvier 2003

(6) CPSS/IOSCO – Rapport « Recommendations for securities settlement systems » - Janvier 2001

(7) Parlement Européen – Rapport « Les mécanismes de compensation et de règlement-livraison dans

l'Union européenne - Principaux problèmes et défis futurs », dit Rapport Andria – Décembre 2002

(8) Commission européenne : Rapport sur « EU cross-border clearing and settlement arrangements », dit Rapport Giovannini II - Avril 2003

(9) CESR/ESCB – Rapport sur « Standards for Securities Clearing and Settlement systems in the European Union » – Août 2003.

(10) Datamonitor – Etude STP et Risk Management – Septembre 2002 -

RÉDUIRE LE RISQUE OPÉRATIONNEL

Le STP en pratique–Les Sociétés de Gestion

De l'avis de leurs partenaires, les sociétés de gestion ont parfois trop tendance à se reposer sur leurs différents fournisseurs pour « ajuster » leurs problèmes de traitement. Crédit Lyonnais Asset Management, précurseur dans le domaine du STP, a entrepris, dès le milieu des années 90, de mesurer et de réduire ses risques opérationnels. Les résultats sont éloquents : de 1999 à 2002, les volumes traités par CLAM ont été multipliés par 2, tandis que ses coûts étaient réduits de moitié…

Quels sont les cinq principes essentiels à respecter pour mettre en œuvre une stratégie « STP » efficace ?

Pascal Vigier (*) – La première étape consiste à comprendre et à décider à quel métier spécifique de la chaîne de valeur de la gestion d'actifs l'on appartient. Ce n'est qu'une fois cette décision stratégique arrêtée que l'on est en mesure de segmenter entre STP Interne et STP Externe, et de mettre en œuvre des solutions dédiées pour chaque catégorie de partenaires. Deuxième temps : mettre en place des indicateurs de suivi du risque opérationnel. Ceux-ci ne doivent pas être trop nombreux (compte d'erreurs, volumétrie d'activité, coût du STP…), et mesurés à périmètre constant sur plusieurs années. Troisième point : se fixer une architecture cible, afin de ne pas disperser les efforts de rationalisation. Quatrième point : convaincre et provoquer l'adhésion des partenaires internes et externes. Et enfin, cinquième principe : ériger la fonction STP comme un métier à part entière au sein de la structure de gestion.

Quels métiers ou fonctions de la gestion d'actifs rangez-vous dans la case « STP Externe » ?

Pascal Vigier – Je considère que le métier d'un gérant d'actifs consiste essentiellement à assurer la gestion intellectuelle d'OPCVM et de mandats de gestion. Cette gestion inclut l'allocation d'actifs, la sélection de valeurs, et l'analyse financière «buy side ». Par extension, le gestionnaire d'actifs est également conduit à négocier les ordres induits par son activité de recherche et de sélection. Cette fonction négociation reste donc dans le champs de compétence interne d'un asset manager, mais doit faire l'objet d'une relation spécifique.

En revanche, toutes les autres fonctions sont à ranger dans la case «prestations externes ». Entrent donc dans cette catégorie les relations pre trade avec les contreparties de marchés (brokers et autres intermédiaires), les liens post trade avec les fournisseurs de services –dépositaires pour la conservation des actifs, valorisateurs pour l'administration des OPCVM et le calcul des valeurs liquidatives-, et l'ensemble des fonctions de distribution. Ce dernier point me paraît essentiel même si, pour des raisons historiques, l'entité bancaire (et son réseau) dont est issu le gérant d'actifs se trouve être, dans la plupart des cas, son principal distributeur. Il n'en reste pas moins que la montée en puissance d'une distribution alternative (e-brokers, réseaux indépendants, fonds de fonds…) et l'émergence des agents de transfert rendent nécessaires d'adopter des procédures ouvertes et standardisées avec l'ensemble des distributeurs.

Quelles solutions technologiques CLAM a-t-il privilégiées ?

Pascal Vigier – En l'absence d'une solution universelle, les protocoles et fournisseurs varient selon la nature des traitements à accomplir et des partenaires. Avec les courtiers, sur la phase pre-trade, qui implique des flux en temps réel, nous avons adopté FIX comme outil de réconciliation. Sur le post-trade, les solutions Omgeo ont été implémentées dès 1999 ; les flux en « Y » vers le valorisateur et le dépositaire reposent sur la technologie SWIFT et une interface développée par Sungard. Nous cherchons par ailleurs aujourd'hui à limiter le nombre d'outils de réconciliation. A notre sens, il s'agit d'un enjeu technologique majeur qui entre pleinement dans le cadre d'une automatisation des procédures et permettra de donner des indicateurs complémentaires sur le risque opérationnel.

Y-a-t-il des conséquences inattendues à l'implémentation de solutions STP ?

Pascal Vigier – Inattendues, non, souvent délicates à mesurer, oui. On oublie trop souvent par exemple que les procédures STP conduisent à engranger des masses considérables d'information électronique. Exemple typique : l'implantation d'un « program trading », qui se traduit irrémédiablement par l'augmentation des volumes traités, donc par l'inflation des besoins de stockage, difficilement mesurables. La réussite du contrôle de son risque opérationnel passe donc aussi par des solutions de stockage modulaires adaptées.

(*) Pascal Vigier est responsable technologies et développement chez Crédit Lyonnais Asset Management.

LIMITER LES ERREURS HUMAINES

Le STP en pratique – Les courtiers

C'est le principal enjeu pour les courtiers actions. Pour satisfaire leurs clients les plus exigeants, au taux d'automatisation élevé, et être à même de traiter des volumes plus importants, la mise en place de procédures STP est impérative. Les front-offices ont été les premiers à bénéficier d'une électronisation des opérations. La confirmation et la réconciliation électroniques gagnent peu à peu les middle-office, dont les tâches évoluent de la saisie simple à la gestion des bases de données et des exceptions. Mais le « broker » n'a pas le choix des procédures et des normes à mettre en place : ses systèmes doivent être capables de communiquer avec ceux de tous ses clients. Rien que sur l'étape confirmation, plusieurs outils peuvent coexister au sein d'un même établissement… Au centre de la chaîne-titre, les courtiers sont également dépendants du niveau d'équipements des dépositaires de leurs clients, et, plus encore, des infrastructures de règlement-livraison locales. Diminuer les erreurs internes, fluidifier le traitement des transactions, assurer un service de règlement-livraison en J+3, tout en améliorant constamment la qualité de leur relation client, l'équation est loin d'être simple à résoudre. Exemple pratique des difficultés de mise en œuvre d'une solution STP avec Exane, le premier courtier français indépendant.

Quelles ont été les grandes actions entreprises par Exane ces derniers mois pour améliorer la qualité de traitement de ses opérations ?

Patrick Crésus (*) – Au niveau du front-office, nous avons implémenté un *Order Manager System* (OMS), c'est-à-dire un système de gestion des ordres (saisie, exécution, courtage, confimation, historique…), il y a maintenant deux ans. Le middle-office, dont

les missions ont été sensiblement modifiées suite à la montée en puissance de l'OMS, a bénéficié quant à lui d'une extension des systèmes de confirmation et de la constitution d'une base de suivi des opérations. Le back-office, enfin, a vu la mise en place de SWIFT pour l'envoi des instructions de règlement-livraison vers les dépositaires, et l'implémentation de systèmes de réconcilation automatiques pour les transactions et les stocks sur marchés étrangers.

Quels étaient les objectifs poursuivis lors la mise en place de l'OMS, et quels ont été les résultats obtenus?

Patrick Crésus – Nous avions besoin notamment d'accélérer le processus de passage d'ordres, de réduire les erreurs induites par le traitement manuel des tickets d'opérations, et diminuer les coûts de fonctionnement. Auparavant, un ordre client reçu par téléphone donnait lieu à la rédaction d'une fiche, que le vendeur (*ou sales trader*) transmettait au négociateur (le CAC Man) pour exécution ; le négociateur communiquant au vendeur le prix d'exécution. Un ticket était ensuite rédigé et transmis au Middle Office pour saisie. Avec l'OMS, l'ordre reçu est directement saisi dans le système. Le négociateur en prend immédiatement connaissance et l'exécute sur le marché via l'OMS. L'ordre exécuté remonte dans le système. Mieux encore, les ordres des clients peuvent être reçus sous format fichier (normes FIX ou autres) et intégrés dans l'OMS. Les ordres exécutés sont ensuite intégrés automatiquement dans les systèmes du Middle Office. Les résultats n'ont pas été précisément chiffrés en termes financiers, mais nous avons pu en mesurer les effets sur notre activité. De 80% à 85% des saisies ont été supprimées au niveau du middle-office. Coté front-office, nous avons notamment gagné tout le temps consacré auparavant à la rédaction des tickets, et amélioré la qualité du service offert à nos clients.

Quel pourcentage de vos transactions bénéficie aujourd'hui d'un processus de confirmation électronique ?

Patrick Crésus – Nous estimons qu'environ 30% des opérations sont confirmées via des systèmes électroniques. Les autres opérations étant confirmées par fax. L'utilisation d'ETC (Electronic Trade Confirmation) réduit considérablement le risque d'erreur : en effet, le client reçoit sa confirmation quelques minutes seulement après l'exécution, la rapproche avec son propre système, nous informe d'une erreur éventuelle, et nous communique les allocations. Avec certains de nos clients les plus avancés sur ce sujet, l'utilisation d'ETC nous permet de tenir des délais contractuels de confirmation très tendus (moins de 2 heures entre l'exécution et la validation des confirmations détaillées). Les seuls risques de retard qui subsistent sont, côté société de gestion, une non-saisie de l'ordre initial dans leurs systèmes, et, de notre côté, la détection tardive d'une mauvaise allocation. Je dois dire que, de ce point de vue, les «asset managers » anglo-saxons sont souvent plus en avance et performants que leurs confrères français. Ces derniers ont commencé à s'équiper en ETC (Electronic Trade Confirmation) tardivement –depuis deux ans environ-, et n'utilisent pas tous encore les fonctionnalités des réconciliations automatiques. Ceci dit, même un traitement manuel côté client d'une confirmation envoyée électroniquement nous permet d'améliorer le processus de traitement et de réduire les erreurs.

Quelles sont les nouvelles missions affectées aux équipes du middle-office ?

Patrick Crésus – Le middle office a désormais clairement des missions de gestion de bases de données (valeurs, clients, IRL), de gestion des exceptions, et du suivi de l'appariement et du dénouement des opérations. Les tâches de saisies proprement dites ont été sensiblement limitées. Les procédures de suivi que nous avons mises en place leur ont également redonné la main dans la gestion des opérations. Nous sommes passés d'un système plus « entrant » -le client appelait pour signaler un problème- à un système majoritairement « sortant » -nos équipes qui ont détecté une anomalie appellent le client pour la solutionner.

Comment avez-vous traité le problème de la gestion des instructions de règlement-livraison ?

Patrick Crésus – Ce problème est effectivement très présent sur les opérations cross-border.

Il consiste à gérer, en temps réel, la base de données d'instruction de règlement-livraison (IRL) de nos clients vers l'ensemble de leurs dépositaires potentiels. Cette base est alimentée dès qu'un nouveau client entre en relation avec nous. Celui-ci précise alors ses IRL sur chacun des pays où il est supposé traiter. La base est également mouvementée dès que l'un de nos clients modifie ses IRL. Le problème, c'est à la fois le délai de la mise à jour –combien de temps faut-il au client pour nous informer-, et les modalités de mise à jour –électronique, téléphonique, par fax…-, qui déclenchent ou non une gestion des exceptions. L'idéal, pour nous, serait d'externaliser totalement la gestion de cette base d'IRL. Une base mondiale, ou européenne, maintenue par des mises à jour automatiques de l'ensemble des opérateurs –lesquels seraient sanctionnés en cas de non-respect de cette obligation- est une solution que nous appelons de nos voeux. La base **ALERT**, d'Omgeo, que nous utilisons pour alimenter notre base interne, est une tentative intéressante, mais qui ne couvre malheureusement pas l'ensemble du marché.

Vous avez évoqué précédemment la mise en place d'une « base de suivi des opérations ». Comment est-elle alimentée, et quels problèmes a-t-elle permis de résoudre ?

Patrick Crésus – La base de suivi des opérations est alimentée d'une part par nos systèmes Middle Office dès que les opérations sont enregistrées et d'autre part par les informations (fichiers) reçues au fil de l'eau des différents dépositaires quant aux statuts des opérations (en attente, contrepartie absente, appariée, différence de montant, dénouée…). Cette base est essentielle, car elle nous permet de suivre l'ensemble des évènements entre J (date de la transaction) et J+3 (date du règlement-livraison théorique), et d'intervenir dès qu'un problème se présente. Cette automatisation facilite la vie de nos équipes, et nous donne la possibilité de réagir très en amont, dès J+1, et de ne pas attendre la date de dénouement théorique pour s'apercevoir d'un problème. La mise en place de cette base, accompagnée de l'implantation de l'OMS et des outils de confirmation et de réconciliation électroniques, nous ont permis de réduire sensiblement notre taux de « *fails* » (défaut de règlement-livraison).

Omgeo ALERT est une base de données mondiale et standardisée pour tous les échanges d'informations propres au règlement-livraison et aux instructions de compte. Cette base contient plus de 4, 6 millions de numéros de compte utilisés par des sociétés de gestion et plus de 150 000 comptes de sociétés d'investissement.

Quelles sont alors les causes d'échecs sur les règlements-livraisons ?

Patrick Crésus – Notre processus STP doit bien entendu encore être amélioré. Mais une grande part des échecs rencontrés aujourd'hui sont imputables à des causes externes à Exane. En amont, il est évident que notre taux de réussite augmentera au fur et à mesure de l'adoption par nos clients des procédures de confirmation et de

réconciliation électroniques. En aval, le problème le plus sensible demeure celui des infrastructures de compensation et de contrepartie centrale. Sur le marché français, notre taux de « fails » est de l'ordre de 4%. Il est de 8% sur l'Allemagne. Cet écart provient principalement des différences de réglementation et de procédures entre les deux marchés au niveau de la gestion des suspens. En France, nous avons depuis des années une contrepartie centrale et des règles de pénalités et de rachat en cas de défaillance. En Allemagne, –la CCP est entrée en activité en avril 2003, et le système de pénalités ne devrait être en place que d'ici fin 2003. Pour faire face aux retards de livraison des contreparties, et pour honorer nos engagements à la date contractuelle vis à vis de nos clients, nous sommes alors obligés d'utiliser les services d'emprunt automatique de titres de nos dépositaires.

(*) Patrick Crésus est directeur des opérations chez EXANE

RÉDUIRE LES DÉLAIS DE RÈGLEMENT-LIVRAISON

Le STP en pratique – Les dépositaires

Quelle que soit l'industrie visée, c'est souvent en aval du cycle de production que se focalisent les problèmes et les retards accumulés aux stades précédents. L'industrie du titre n'échappe pas à la règle. Les « *custodians* » -dépositaires-, en fin de chaîne, doivent gérer, les activités propres à leurs fonctions (règlement-livraison de titres, conservation) et également réparer les erreurs commises ou non traitées par leurs clients (investisseur) ou clients de leurs clients (courtier). Si les procédures sur leur cœur de métier sont depuis longtemps très largement automatisées, grâce à une pénétration historique des messages SWIFT, et à un système de règlement-livraison et de compensation domestique d'excellente qualité, les *custodians* sont en revanche plus mal lotis sur les opérations transfrontalières –disparités réglementaires-, et sur la gestion OPCVM, où les stratégies STP, quand elles existent, reposent encore très souvent sur des systèmes propriétaires. *SG Global Securities Service* est le deuxième *global custodian* français, avec près de 860 milliards d'euros d'actifs en conservation. L'activité en direction des institutionnels, STI (Service Titres aux Institutionnels) représente la majorité des encours. Témoignage.

Quelles ont été les grandes options techniques de SG GSS en matière de STP ?

Hugh Palmer (*) – Nous avons toujours privilégié les solutions les plus pragmatiques ou standardisées, celles qui correspondaient le plus directement aux besoins de nos clients. Par exemple, sur notre activité de *local custodian* à destination des investisseurs étrangers, nous avons évidemment retenu l'échange de messages au format SWIFT. Que cherchent, en effet, ces investisseurs ? Pour gérer au mieux des volumes importants sur le marché français, ils doivent être assurés que leurs opérations de règlement-livraison seront bien réalisées à la date de dénouement théorique (J+3 en France). Ils visent également à pouvoir communiquer de manière standardisée avec l'ensemble de leurs correspondants locaux : SWIFT répond à ce besoin. La norme ISO 15022 nous permet aussi de gérer avec plus d'efficacité le traitement des opérations sur titres. Cependant, même si cette solution répond aux attentes d'un segment large de la clientèle, nous avons parallèlement développé d'autres options pour les clients n'ayant pas choisi une messagerie SWIFT.

Qu'en est-il de la gestion des appariements ?

Hugh Palmer – Sur une opération domestique, même si elle est réalisée pour le compte d'un investisseur étranger, par l'intermédiaire d'un courtier étranger membre d'Euronext, l'appariement est assuré à travers le dépositaire central –Euroclear France, en l'espèce-, et pose rarement de problèmes. Nous n'avons qu'exceptionnellement à résoudre des questions d'appariement directement avec la contrepartie de notre client. Lorsque nous intervenons sur un marché étranger, pour le compte d'un client français ou étranger, nous faisons en revanche en sorte que notre client nous adresse une copie du « *contract note* » de son *broker*. Un outil interne, développé il y a une dizaine d'années, nous permettait en effet de faire des « pré-appariements » entre les instructions client et les confirmations *broker*. Cette fonction nous a notamment conduit à offrir à nos clients institutionnels un service de « dénouement théorique », consistant à mouvementer le compte du client dès le pré-appariement réalisé, en considérant que la probabilité de dénouement (dans le système de R/L local) était alors proche de 100%. Depuis l'apparition des VMU –*Virtual Matching Utilities*-, nous avons fait, là encore, un choix pragmatique, et adopté la solution standardisée qui convenait le mieux à l'ensemble de nos partenaires : *Omgeo Central Trade ManagerSM Settlement Notification Note*, qui présentait l'avantage évident d'être compatible avec *Omgeo OASYS GlobalSM, dont sont* équipées bon nombre des sociétés de bourse françaises et étrangères. Le "CTM" produit un flux ISO 15022, nous permettant donc désormais d'assurer la même prestation que notre système propriétaire. Sans que notre client ne soit obligé, comme auparavant, de nous envoyer la copie des NOE (*notices of execution*) ou des *contract notes* …

Quel est alors le « taux STP » de votre établissement ?

Hugh Palmer – Il est clair, comme l'affirme les consultants en organisation, que « *you cannot manage what you cannot measure* ». En matière de STP, il existe toute une série d'indicateurs « partiels » comme, par exemple, le taux de STP sur les instructions en entrée, le taux de STP sur les transactions en sortie, le taux de suspens, le taux de transactions traitées par individu, etc. Globalement notre taux de STP est élevé, point qui se reflète dans les indicateurs globaux sur lesquels nous communiquons, comme la notation indépendante –qui mesure la qualité des processus opérationnels, la qualité du management, le respect des procédures, etc…-, ou le taux de satisfaction de nos clients. Sur ces deux aspects, SG GSS est très bien placée. Nous avons obtenu la note Aa2(MQ) chez Moody's pour l'activité dépositaire à Paris, et la note aa chez Fitch pour les activités de *global custody* et de contrôle dépositaire à Paris. Par ailleurs SG GSS a été élue meilleur *global custodian* (qualité des prestations) par le magazine Global Custodian, et meilleur *global custodian* pour les asset managers par l'enquête R&M Consultants.

Quels sont les points qui posent encore problème ?

Hugh Palmer –En ce qui concerne le cœur de notre activité –*clearing* & *custody*, fonction dépositaire, contrôle dépositaire,…-, nos systèmes sont fiables, efficaces, et nous permettent de fournir une prestation de qualité dans les délais requis. Les principales difficultés que nous avons encore à surmonter aujourd'hui portent sur deux domaines d'activité. Les opérations sur titres et la fiscalité, en premier lieu, qui demandent, du fait des spécificités locales (différences juridiques, réglementaires ou organisationnelles), outre un

grand degré d'expertise, une capacité et une flexibilité de traitement des outils importantes. La gestion du passif, ensuite, en raison de son caractère encore très manuel et peu normalisé, tant au niveau des relations entre centralisateurs qu'entre sociétés de gestion et distributeurs. La plupart de nos clients sociétés de gestion, de moyenne ou de petite taille, n'ont en effet pas encore franchi le pas en matière d'automatisation. Elles n'ont pas toujours les moyens ou la volonté d'investir dans des solutions type SWIFT ou VMU. Dans ce domaine, les procédures STP, quand elles existent, sont propriétaires. Nous avons d'ailleurs développé des outils internet à destination de notre clientèle institutionnelle, la gamme GLASS. L'un de nos services, GLASS Liabilities, permet par exemple une centralisation des ordres, le suivi des commissions avec les distributeurs, ou d'autres types d'instructions spécifiques aux OPCVM (rachat, droit d'entrée, rétrocession,...). Mais notre volonté est de promouvoir des solutions standardisées et exportables. Nous participons donc activement au projet actuellement mené par SWIFT qui devrait prochainement permettre d'échanger des ordres sur fonds entre établissements via des messages automatisés et formatés, lesquels sont en cours d'élaboration par les principaux centralisateurs de la place de Paris.

(*) Hugh Palmer est chef de produit au département des Services Titres aux Institutionnels (STI) à la Société Générale.

AUTOMATISER LES PROCESS

Le STP en pratique – Les fournisseurs de solutions

Pour les acteurs du STP, versus fournisseurs de solutions, l'objectif est de fluidifier les ruptures de charges de la chaîne titre. Omgeo, filiale de Thomson Financial et de la DTCC, est positionné sur les outils de confirmation et de rapprochement électroniques en post transaction et pré règlement. Leader mondial sur ce segment de marché, il compte plus d'une cinquantaine de clients en France. Opinion.

Parmi vos clients figurent une douzaine de sociétés de gestion françaises, soit une très faible part des acteurs existants. Comment expliquez-vous que ces derniers soient si peu sensibles à votre offre ?

Henri Giacobbi (*) - Je commencerais par préciser que parmi cette douzaine de clients figurent les plus grosses sociétés de gestion françaises en termes d'actifs sous gestion. Nous estimons couvrir de ce fait près de la moitié des actifs gérés en France. Ceci dit, il est exact que bon nombre d'acteurs de la gestion hésitent à franchir l'étape de l'automatisation. On en connaît les raisons : des portefeuilles fortement domestiques, un système de confirmation et de règlement-livraison de qualité au niveau national, des liens propriétaires historiques avec les dépositaires et, surtout, un nombre important d'intervenants (plus de 500), dont beaucoup de petite taille, qui n'ont pas tous les moyens de procéder aux investissements informatiques nécessaires sur l'ensemble de leur outils de gestion. Ce n'est pas par hasard si les premiers « asset managers » à s'être équipés en systèmes de confirmation électronique, mais aussi en systèmes de gestion de portefeuille et autres « order manager system » sont ceux qui ont développé le plus activement la gestion internationale de leurs actifs. Nous constatons d'ailleurs, parmi nos clients, que la montée en charges des outils que nous désignons sous le terme de « Intelligent Trade Management » est progressive : la société de gestion commence par intégrer une solution Omgeo pour les actions internationales, puis l'élargit aux taux internationaux et aux actions domestiques, puis aux taux domestiques. L'automatisation des transactions sur les instruments de taux a de ce fait connu une forte croissance ces derniers mois, et l'on estime que déjà plus de 80% de nos clients équipés ***d'Omgeo OASYS GlobalSM*** l'utilisent aussi bien sur les actions que sur les obligations.

Précisément, les utilisateurs de vos produits ne sont pas nécessairement équipés de la totalité des fonctionnalités d'automatisation. Pouvez-vous préciser les diverses options possibles, et les choix les plus fréquents ?

Henri Giacobbi - Sans entrer dans le détail de nos produits, je rappellerais simplement qu'ils permettent d'intervenir sur plusieurs étapes de la chaîne-titre, de la post-transaction au pre-règlement. La première étape est la confirmation électronique de la transaction. Une fois la transaction réalisée pour le compte d'un client –une société de gestion, par exemple-, le courtier doit l'en informer. La société de gestion, quant à elle, doit confirmer à son courtier qu'elle est bien d'accord sur l'ensemble des termes de la transaction réalisée. Dans un schéma traditionnel, les échanges d'information entre l'asset manager et le broker sont opérés par fax ou par téléphone. Avec les risques d'erreurs et les problèmes de délais que l'on imagine. Erreurs et délais qui sont démultipliés du fait de la multi latéralité et de la non-standardisation des relations entre courtiers et sociétés de gestion. Avec un outil comme *OASYS Global* ou ***Omgeo Central Trade ManagerSM*** *(Omgeo CTM)*, la société de gestion peut recevoir les confirmations de ses courtiers via un seul point d'entrée, sous un format identique. Et valider la confirmation par le même biais. La quasi-totalité de nos clients ont choisi cette fonctionnalité.

Quelles sont les autres étapes du processus d'automatisation ?

Henri Giacobbi - La seconde étape est le rapprochement automatique de la transaction. Là encore, dans un système traditionnel, le « matching » des informations (rapprochement des éléments fournis par le courtier, et des détails de l'ordre envoyé par la société de gestion) s'effectue manuellement. Avec une confirmation reçue via *OASYS Global ou Omgeo CTM*, cette opération est automatique si la société de gestion dispose d'un outil de gestion de portefeuille connecté aux systèmes Omgeo. Si tel n'est pas le cas, le rapprochement est réalisé manuellement, mais confirmé automatiquement. Inutile de préciser que beaucoup d'asset managers n'ont pas encore informatisé la gestion de leurs portefeuilles...

La troisième étape, enfin, est celle de la transmission électronique de la confirmation aux autres contreparties, le dépositaire par exemple pour une société de gestion. Cette transmission automatique s'effectue sous la forme CFI (*Copy for Information*) si le client est équipé du système *Oasys Global*, ou via un module SWIFT s'il opère dans le cadre du service *Omgeo CTM*.

En pratique, on trouve un peu tous les cas de figure : une société de gestion qui intègre l'ensemble des fonctionnalités des solutions Omgeo (y compris l'enrichissement de la base d'instructions de règlement-livraison, via la base de données *Omgeo ALERTSM*) ; une

Omgeo Oasys Global : c'est un service international de confirmation des transactions et de communication des informations de répartition de blocs. Il comprend un moteur de réconciliation automatique des transactions entre gérant d'actifs et broker.

Omgeo Central Trade Manager : c'est une solution de réconciliation centralisée des transactions domestiques et transfrontalières qui comprend l'enrichissement des instructions de règlement en temps réel et la notification de règlement-livraison

société de gestion qui opte pour la confirmation électronique sans le rapprochement, mais utilise la transmission en CFI ou SWIFT vers ses dépositaires ; une société de gestion qui automatise la confirmation et le rapprochement, mais communique avec ses dépositaires via un lien propriétaire.

Cette adaptabilité et modularité des solutions constitue d'ailleurs l'un des points forts de l'offre Omgeo.

Vous venez d'évoquer la base de données *ALERT*. Quel est le degré d'exhaustivité et de fiabilité de cet outil ?

Henri Giacobbi - Le principe de la base de données *ALERT* est simple : mise en commun sur une base ouverte de l'ensemble des instructions de règlement-livraison. Plutôt que d'informer individuellement l'ensemble de ses contreparties, l'établissement qui modifie ou ajoute des instructions les intègre sur la base de données *ALERT*, laquelle « alerte » automatiquement toutes les parties prenantes. Et viendra enrichir les transactions transitant sur un système de confirmation Omgeo. Très appréciée de nos clients, la base de données *ALERT* est encore, il est vrai, perfectible : elle centralise les IRL des 6 000 clients d'Omgeo au niveau mondial – ce qui représente une partie certes importante mais pas encore exhaustive du marché - et sa qualité dépend de la qualité des données qu'elle reçoit. Sur ce dernier point, des améliorations sont en cours, car nous venons de mettre au point une procédure (Quality Data Initiative) qui accroît les contrôles de cohérence et évite au maximum la saisie de données erronées. En outre, une donnée fausse détectée lors d'une transaction est systématiquement corrigée. Le système n'est donc pas totalement parfait, mais il s'auto-améliore…

Dernier point : la progression du STP dépend, entre autres, de l'interconnectivité des solutions logicielles. Quelle est la position d'Omgeo sur ce sujet ?

Henri Giacobbi - L'interconnectivité est quasiment synonyme de STP : d'un strict point de vue opérationnel, une industrie fragmentée est une industrie inefficace. Obtenir une chaîne sans rupture de charge de bout en bout exige que tous les acteurs de la chaîne-titre soient reliés et puissent communiquer simplement, quels que soient la norme de messagerie qu'ils utilisent, le protocole auquel ils font appel, leur système de gestion de portefeuilles propriétaire, etc. Nous sommes, sur ce sujet, très pro-actifs. En tant qu'initiateur du programme « STP Partner Program », nous établissons des partenariats avec les autres fournisseurs de logiciels. Une trentaine d'interfaces environ a été développée à ce jour avec une quarantaine d'éditeurs. Nous collaborons avec SWIFT en tant que membre « Securities Market Infrastructure », et avons mis au point une interface qui permet d'envoyer des messages FIX via *Omgeo CTM*. Nous prenons également très à cœur l'interconnectivité de nos solutions avec les systèmes de place. Si nos services ont pu s'intégrer facilement dans le système de *trading* français, c'est parce que nous avons développé des interfaces avec le système de règlement-livraison domestique RELIT, que nous « alimentons » en partie. Mais j'ajouterai que ces STP « externes » ne sont pas suffisants pour conduire à la mise en œuvre d'une véritable démarche d'interconnectivité. Le STP interne est presque tout aussi important : les principales sources d'erreurs dans le traitement d'un ordre sont souvent initiées au sein même des institutions, les communications entre *front-office et back-office* étant encore trop souvent insuffisamment standardisées. Là encore, Omgeo développe des partenariats pour encourager des connexions plus efficaces. Omgeo est donc tout sauf une petite « boite noire » qui travaille seule dans son coin.

(*) Henri Giacobbi est Directeur Régional d'Omgeo France.

CONCLUSION

L'AVENIR EST AILLEURS…

Automatiser les systèmes de gestion des transactions ; s'entendre sur des protocoles d'échanges de données ; réduire erreurs et risques opérationnels : ce que l'on a coutume désormais de désigner sous la terminologie de « démarche STP » n'a rien de révolutionnaire. Simple adaptation de l'industrie financière aux enjeux de la mondialisation et de sa logique de standardisation et de productivité, ce processus de rationalisation du cycle de production a déjà, faut-il le rappeler, depuis longtemps impacté d'autres secteurs économiques. Sans qu'il n'ait été nécessaire, dans la plupart des cas, d'agiter le chiffon réglementaire pour forcer la mutation.

Or, pour les industriels du titre, le « *driver* » institutionnel est souvent essentiel. L'impérative mise à jour de leur technologie, devenue cruciale et inéluctable début 2001 lorsque la SEC les avait sommés de raccourcir les délais de règlement livraison (de J+3 à J+1), s'est faite moins pressante. Les évènements du 11 septembre, le marasme boursier, puis l'abandon de l'ultimatum réglementaire, ont desserré l'étau. Mais le répit n'aura été que de courte durée.

La concurrence, malgré tout, leur impose naturellement d'être en phase technologique avec leurs clients et fournisseurs. Et les régulateurs n'ont pas dit leur dernier mot. Les normes comptables IAS 39 et le nouveau ratio de solvabilité McDonough imposé par Bâle II vont prochainement accroître les contraintes de gestion des structures financières. Exemple : selon les derniers résultats d'une enquête initiée par le Comité de Bâle, publiés en mai 2003, l'exécution et la gestion des processus constitueraient les principales causes de perte –plus de 50% des pertes déclarées- pour l'activité « asset management ». La mise en œuvre d'une démarche STP est ainsi suggérée comme remède à la réduction du risque opérationnel, identifié comme principalement du aux « défaillances dans la gestion des processus… ». Le groupe des Trente, dont les recommandations n'ont certes pas force de loi, a quant à lui rappelé dans son dernier rapport tous les enjeux d'une meilleure efficacité des procédures du post-marché. Trois *leitmotivs* s'en dégagent : améliorer l'interconnectivité, mutualiser les risques, faire progresser la gouvernance. A n'en pas douter, ces thèmes reviendront régulièrement sur le devant de la scène au cours des prochains mois.

Au niveau européen, première frontière naturelle pour les opérateurs français, les *stimuli* seront encore plus sensibles. Le projet de directive sur les services d'investissement, dite DSI II, pourrait profondément modifier le circuit des ordres. En autorisant leur « internalisation », c'est tout le rapport de force entre marchés réglementés, plates-formes électroniques de cotation, et entreprises d'investissement qui risque de voler en éclat. Une bombe « à fragmentation » qui devrait exploser d'ici fin 2004. Quant à la révolution promise des procédures post-marché, dont personne ne sait encore quand ni sous quelle forme elle interviendra coté instances européennes, elle s'amorce déjà par moults soulèvements nationaux et transnationaux : multiplication des chambres de compensation, consolidation et concentration des « infrastructures essentielles », mutation et recentrage des dépositaires bancaires…

En France, enfin, où la bascule aux codes ISIN de la place parisienne vient d'intervenir sans encombre, c'est la mise en œuvre de la loi de sécurité financière, version « light » de la

loi Sarbanes-Oxley, adoptée le 17 juillet 2003, qui va mobiliser les intervenants au cours des prochains mois. Et notamment les entreprises d'investissement et les gestionnaires d'actifs, désormais placés sous l'autorité d'un régulateur unique, la nouvelle AMF (Autorité des Marchés Financiers), dotée de la personnalité morale et de l'autonomie financière, et pierre angulaire du dispositif destiné à renforcer la transparence des marchés et de ses acteurs.

Quelle que soit l'issue juridique et concurrentielle des mouvements en cours, la prise de conscience d'une nécessaire entente sur un langage commun fait son chemin

Quelle que soit l'issue juridique et concurrentielle des mouvements en cours, la prise de conscience d'une nécessaire entente sur un langage commun fait son chemin

concurrentielle des mouvements en cours, la prise de conscience d'une nécessaire entente sur un « langage » commun fait en tout cas son chemin. La mise en œuvre progressive d'une terminologie titre mondiale (codes ISIN…), l'émergence de standards ou réseaux plus efficaces (norme ISO 15022…), potentiellement moins coûteux et plus universels (XML…), laissent espérer la conversion d'un plus grand nombre d'institutions aux bienfaits de l'interconnectivité et une amélioration des dialogues internationaux.

Plus de transparence, plus de discipline, plus d'efficacité opérationnelle : l'avenir de la démarche STP s'annonce donc radieux. A chaque acteur de comprendre que le sien passe désormais par la prise en compte de ces trois initiales rationalisatrices …

Omgeo
Aldgate House
33 Aldgate High Street
London
EC3N IDL

Omgeo LLC est le fournisseur leader de services complets de gestion des transactions, traitant plus d'un million de transactions par jour dans le monde, et apportant ses services à 6 000 sociétés de gestion, sociétés de bourse et banques dépositaires dans plus de 42 pays. Fruit d'un partenariat unique entre l'institution publique de l'industrie des titres américaine et le secteur commercial, Omgeo est détenu par l'industrie mais orienté vers le client. A travers une gamme intégrée de solutions ITM (Intelligent Trade Management SolutionsSM), Omgeo aide ses clients à évoluer des méthodes traditionnelles de traitement des transactions vers des nouvelles solutions unifiées de gestion. Omgeo accompagne ses clients dans cette transition et leur permet de traiter les transactions d'une manière innovante et plus efficace, de réduire leurs risques opérationnels et les coûts inhérents, tout en préservant les infrastructures technologiques et les investissements existants. Omgeo est né d'une joint-venture, à part égale, entre la Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC) et Thomson Financial. Pour toute information complémentaire, merci de consulter www.omgeo.com.